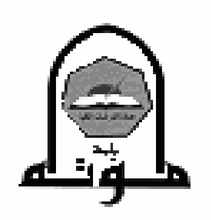


جامعة مؤتة
عمادة الدراسات العليا

أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن خلال الفترة (1980-2011)

إعداد الطالب
قصي محمد الطراونة

إشراف
الدكتور سعود الطيب

رسالة مقدمـــة إلى عمـادة الدراســات العليــا
استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في
الاقتصاد قسـم اقتصــاديات المــال والأعمــال

جامعة مؤتة، 2013

الإهداء

إلى والدي..... إجلالا وإكبارا

أدعو لهما : وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً

سورة الإسراء :الآية24

إلى من آثروني على أنفسهم ....إخوتي

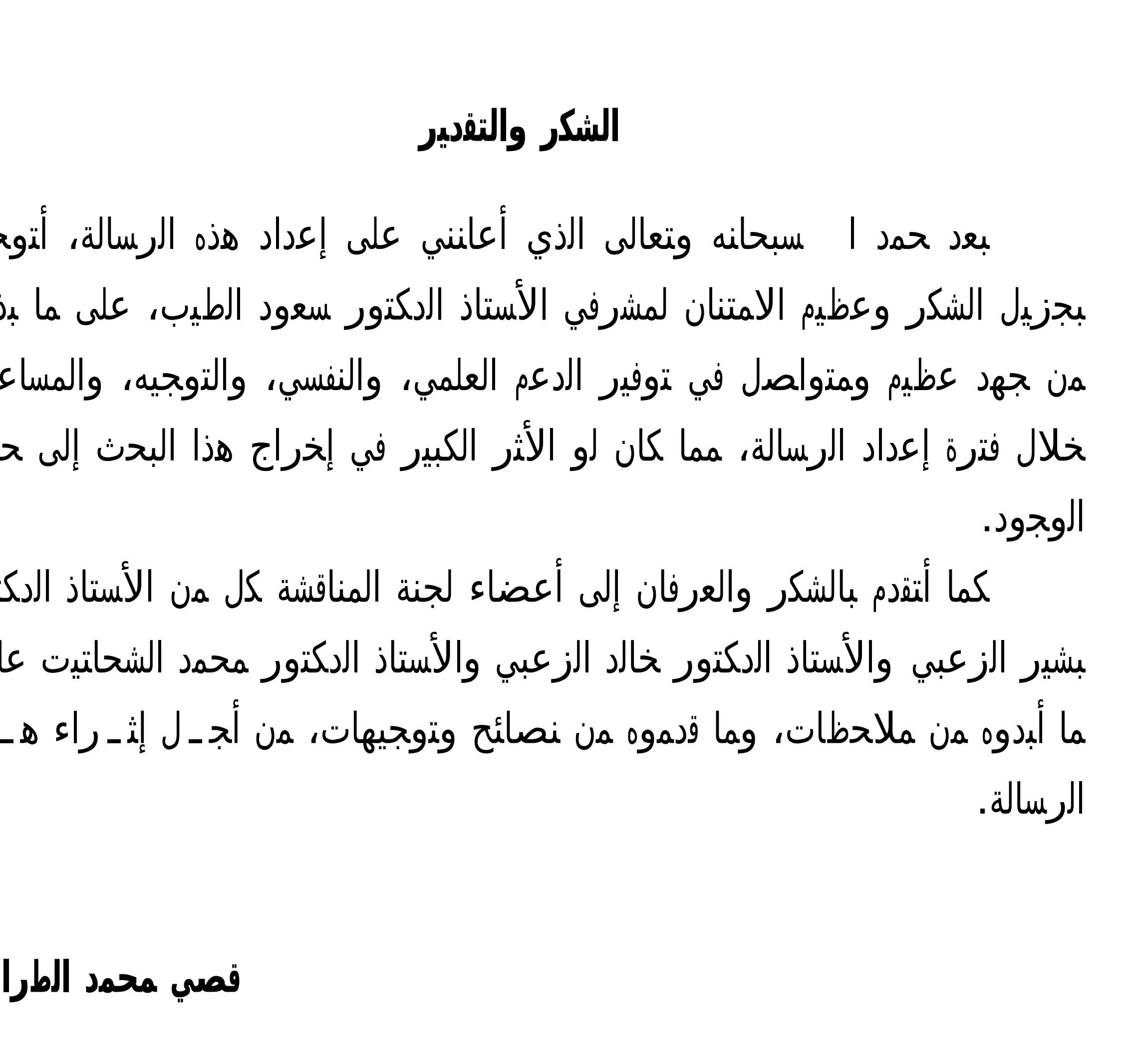
إلى أبناء إخوتي

إلى من بدأت معي، سهرت معي وأسهرتني........ حنين

إلى من جعلهم ا إخوتي في ا .... ومن أحببتهم في ا ......إلى أصدقائي......

إليكم جميعا أهدي عملي وسهري وجدي في منارة العلم ولا أجزيكم صنيعكم بأي إهداء.

قصي محمد الطراونة



الشكر والتقدير

بعد حمد ا سبحانه وتعالى الذي أعانني على إعداد هذه الرسالة، أتوجه بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لمشرفي الأستاذ الدكتور سعود الطيب، على ما بذله من جهد عظيم ومتواصل في توفير الدعم العلمي، والنفسي، والتوجيه، والمساعدة خلال فترة إعداد الرسالة، مما كان له الأثر الكبير في إخراج هذا البحث إلى حيز الوجود.

كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة كل من الأستاذ الدكتور بشير الزعبي والأستاذ الدكتور خالد الزعبي والأستاذ الدكتور محمد الشحاتيت على ما أبدوه من ملاحظات، وما قدموه من نصائح وتوجيهات، من أجـل إثـراء هـذه الرسالة.

قصي محمد الطراونة

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

الرقم	عنوانه	الصفحة

قائمة الأشكال

الملخص

أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن خلال الفترة (1980-2011)

قصي محمد الطراونة

جامعة مؤتة، 2013

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر نشاط سوق عمان المالي على الإستثمار خلال الفترة (1980-2011). تم استخدام نموذج (VAR) (Vector Auto Regression)، كما تم تطبيق اختبارات جرانجر للسببيه واختبار تحليل مكونات التباين وكذلك اختبار دالة الاستجابة لرد الفعل، لتحقيق النتائج المراد الوصول لها. وتضمنت الدراسة نموذجين الأول يقيس أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الودائع لأجل على الاستثمار، والثاني يقيس أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار.

وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسوق عمان المالي على الاستثمار، ووجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لسعر الفائدة على الودائع لأجل على الاستثمار، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للقطاعين المالي والخدمي على الاستثمار، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للقطاع الصناعي على الاستثمار.

وتوصلت الدراسة عن وجود علاقة سببية باتجاه واحد تتجه من الاستثمار إلى سوق عمان المالي، أيضاً وجود علاقات سببية باتجاه واحد تتجه من سعر الفائدة على الودائع لأجل والقطاع المالي وقطاع الخدمات إلى الاستثمار. وكان من أهم التوصيات التي خلصت إليها الدراسة: خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة مما يجعل سوق عمان المالي أكثر تأثيراً على مستوى الدولة، وتطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في سوق عمان المالي وتطبيق أحدث المعايير العالمية.

Abstract

The Impact Of Amman Stock Market Activity On The Investment During The period (1980-2011).

Qusai Mohammed AL- tarawneh

Mu'tah University, 2013

The main aim of this study is to investigate the effect of Amman Stock Exchange (ASE) on investment during the period (1980 - 2011). In order to achieve the above objective the Vector Auto Regression model, also the Granger causality test, variance decomposition analysis and impulse response have been conducted to get the desired results . the study contains two models in which the first model measures the effect of the ASE and the interest rate on long run deposits on investment , where as the second model measures the effect of the main economic sectors in ASE on investment .

The study concluded that there is no significant effect of ASE on investment , and there is a negative significant effect of interest rate on the long run deposits on investment , the study also concluded that there is a positive significant effect of both sectors (finance and services) , and that there is no significant effect of industrial sector on investment .

Further more the study found that there is a causal relationship with one direction from investment to ASE , also there is a causal relationship with one direction from the interest rate on the long run deposits, and from the financial sector and the service sector toward investment, some of the important recommendations that the study concluded were to create a safely attractive environment for investment which makes the ASE more effective on the country level , and to develop the processes and methods of dealing the stocks in ASE and to employ the most recent international standards.

الفصل الأول
خلفية الدراسة وأهميتها

1.1 المقدمة

تتجه معظم الدول المتقدمة والنامية في الآونة الأخيرة نحو اقتصاديات السوق المفتوحة وذلك من خلال العديد من الأدوات والوسائل التي تكفل تـوفير الأمـوال اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية لذلك لجأت لتنشيط سوق المال واستحداث أساليب وأدوات جديدة للاستثمار والتي تتلاءم مع البيئة المحلية ومرحلة النمو التي يمر بها اقتصاد أي دولة من دول العالم ومتطلباته.

لقد تزايد الاهتمام بأسواق رأس المال بسبب التطورات الكبيرة التي مر بها الاقتصاد العالمي نتيجة العولمة والتطور التكنولوجي الهائل في قطاع الاتصالات والمعلومات والانفتاح التجاري. إن الانتقال التدريجي و المستمر لمعظم الدول النامية بما يحمله من تغيرات على مستوى المعاملات الاقتصادية و المالية والحرية التجارية وحرية انتقال رؤوس الأموال كل ذلك أسقط الكثير من الحواجز حيث أصبح الاستثمار وعقد الصفقات و تنفيذها أسهل بكثير مما كان عليه في السنوات السابقة. مما أدى إلى ازدياد دور أسواق المال من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

وتمثل سوق الأوراق المالية أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصرا أساسيا أيضا في تقييم المشروعات، فقد أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوق أوراقها المالية، خاصة في ظل تنامي العولمة ,حيث يعكس سوق رأس المال في أداءه كافة المتغيرات الاقتصادية.

ويعتبر سوق عمان المالي من أهم القنوات لانسياب الموارد المالية المتاحة في الأردن، المحلية منها والأجنبية على حد سواء. وذلك بين جهتي الادخار والاستثمار بغرض حشد الموارد المالية المتاحة وتنميتها، ومن ثم دفع عجلة النمو الاقتصادي في الأردن، أي أن هناك تأثير متبادل بين سوق عمان المالي والنشاط الاقتصادي الحقيقي في الأردن بكافة متغيراته خاصة الاستثمار.

2.1 مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة من الناحية النظرية في: هل للسوق المالي أثـر علـى النمو الاقتصادي بشكل عام وعلى الاستثمار بشكل خاص. حيث أن السوق المـالي يمثل الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنـشطة الاقتـصادية المختلفة بهدف زيادة النشاط الاقتصادي الذي يعود بالمنفعة على كل فئات الاقتصاد. وتتمحور مشكلة الدراسة حول عدم إدراك ومعرفة أثر نشاط سوق عمـان المـالي على الاستثمار

3.1 أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من الدور الذي يلعبه سوق عمان المالي في تحريك عجلة النمو الاقتصادي في الأردن من اجل توفير بيئة مناسبة لجذب وتشجيع كل من الاستثمار الحقيقي والمالي سواء كان المحلي أو الأجنبي. وتعتبر عملية إدارة السوق المالي إحدى التحديات الكبرى التي تواجه صانعي السياسة في الأردن، فالقرار الاستثماري يتم اتخاذه بناءا على عدة معايير أهمها الوضع الاقتصادي ومدى توفر المناخ الملائم للاستثمار، لذلك سيتم دراسة أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن.

4.1 أهداف الدراسة

سعت الدراسة لتحقيق الأهداف التالية:

1. بيان أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن خلال الفترة (1980-2011).
2. بيان أثر تطور قطاعات(المالي، الصناعة، الخدمات) على الاستثمار في الأردن خلال الفترة (1980-2011).
3. بيان أثر نشاط سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي مما يعكس آثاره على القطاعات الاقتصادية بشكل عام.

5.1 فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نشاط سوق عمان المالي والاستثمار في الأردن.

وتندرج تحت هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القطاع المالي والاستثمار في الأردن.

الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القطاع الصناعي والاستثمار في الأردن.

الفرضية الفرعية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قطاع الخدمات والاستثمار في الأردن.

الفرضية الرئيسية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة على الودائع لأجل والاستثمار في الأردن.

6.1 منهجية الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة تم الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي بهدف بيان أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن.

واعتمدت الدراسة على الأسلوب الكمي القياسي باستخدام السلاسل الزمنية Time series، ونظرا لأن معظم السلاسل الزمنية تحوي جذر الوحدة، أي أنها غير مستقرة، وذلك بسبب وجود عامل الاتجاه (Trend) الذي يعكس ظروفا معينة تؤثر على جميع المتغيرات فتجعلها تتغير بنفس الاتجاه على الرغم من عدم وجود علاقة حقيقية تربط بينها. فإن إتباع الأساليب التقليدية في التقدير سيؤدي إلى نتائج متحيزة، وبالتالي يكون التقدير زائفا(Koop, 2005). لذلك تم اللجوء إلى نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) والذي يعد من النماذج القياسية الحديثة لدراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية.

كما تم تطبيق عدد من الاختبارات الضرورية والموضحة في الجدول رقم (1).

الجدول رقم(1)

الاختبارات المستخدمة

قائمة الاختبارات الإحصائية المستخدمة			
1	اختبار جذر الوحدة	4	اختبار تحليل مكونات التباين
2	اختبار الاستقرارية	5	اختبار دالة الاستجابة لرد الفعل
3	اختبار السببية	6	اختباري فترات التباطؤ والاستثناء على فترات التباطؤ

وتنقسم الدراسة إلى أربعة فصول؛ يوضح الفصل الأول مشكلة الدراسة وأهميتها وفرضياتها والمنهجية المتبعة. ويناقش الفصل الثاني الإطار النظري لأثر سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن بالإضافة للدراسات السابقة. وخُصص الفصل الثالث لاستعراض تطور سوق عمان المالي، وفي الفصل الرابع سيتم عرض النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها، ويناقش أهم النتائج وأبرز ما توصي به هذه الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

1.2 الإطار النظري

1.1.2 سوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما ووظيفة اقتصادية رئيسية في اقتصاد أي دولة باعتبارها تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة للتمويل، سواء كان للقطاع العام أو القطاع الخاص فهي تشكل قنوات يتم من خلالها حشد وتنمية المدخرات واستخدامها على شكل استثمارات تساهم في عملية التنمية الاقتصادية وهنا يتبين الدور الحيوي لسوق الأوراق المالية.

وتعود فكرة إنشاء الأسواق المالية ثلاث روايات تاريخية متفاوتة عن الأصل التاريخي لأسواق الأوراق المالية. فقد أوضحت الرواية الأولى أن بداية مفهوم أسواق الأوراق المالية تعود إلى القرن الثاني عشر في الجمهورية الفرنسية حيث نشأت الحاجة إلى تداول الديون الزراعية من خلال مجموعة من النشطاء الماليين والذين أطلقوا بداية مفهوم الوسطاء، بينما تقول الرواية الثانية أن مصطلح 'البورصة' يعود إلى الكلمة اللاتينية (Bursa) التي تعني الحقيبة أو المحفظة، حيث كانت تعلق عند باب المنزل أو المكان كدلالة على ملتقى التجار في مدينة بروجس البلجيكية في القرن الثالث عشر، أما الرواية الثالثة، فأرجعت مسمى 'البورصة ' إلى القرن الثالث عشر أيضا، حيث كان التجار يلتقون مع بعضهم البعض لتداول السلع في منزل شخص يدعى (Bruges Van der) في مدينة بورصة البلجيكية.

ومع مرور الزمن اكتسب هذا المكان مسمى (بروجس بورصة) ومن ثم أخذ هذا المفهوم بالانتشار سريعا في المدن القريبة حيث تم إنشاء بورصات أخرى في مدينتي (غينث وأمستردام). وفي عام (1351) بدأ المصرفيون في البندقية بتداول الأوراق المالية الحكومية، وتوالي نشاط هذه الأدوات في مختلف المدن الإيطالية حتى عام 1602 عندما أصدرت الشركة الهولندية لشرق الهند أول إصدار أسهم في

بورصة أمستردام وكانت أول شركة تصدر أسهما وسندات، تلتها بورصة لندن التي بدأ تداول الأسهم فيها في عام 1688.

ونتيجة لتطور الأعمال وانحسار المد الإقطاعي في دول أوروبا، بدأت تزداد حاجة التجار إلى مصادر متنوعة لتمويل نشاطاتها الاقتصادية المتنامية، الأمر الذي أدى إلى تخليهم عن مبدأ احتكار رأس المال وتوسيع نطاق الشراكة المالية بهدف تقليل المخاطر وتوفير أكبر قدر ممكن من التمويل من خلال إصدار أسهم ملكية تمثل وسيلة تمويل لصاحب الفكرة وورقة مالية تتصف بسهولة البيع والشراء.

مما سبق يتضح وبشكل جلي أن الهدف الأساسي من إيجاد مفهوم أسواق الأوراق المالية يكمن في حاجة المستثمرين إلى مصادر متنوعة للتمويل التي منها إصدار أسهم حقوق الملكية، وحاجة الممولين إلى وسائل تمكنهم من تداول تلك الصكوك وإعادة بيعها على هيئة الأوراق المالية قابلة للتداول.

ولا يقتصر دور أسواق الأوراق المالية على خدمة أهداف أرباب المال من مستثمرين وممولين فقط بل تتجاوزه إلى خدمة الاقتصاد ككل. فعندما تنشط تلك الأسواق وتزداد جاذبيتها لرأس المال عندها تتمكن من أداء دورها الفعلي القائم على اجتذاب مدخرات المواطنين وإعادة توظيفها في النشاطات الاقتصادية المختلفة على هيئة حصص ملكية، مما يؤدي بدوره إلى ازدياد وتيرة النمو الاقتصادي بما يعود بالمنفعة العامة على جميع أوجه الدولة سواء كانت اقتصادية أم سياسية أم اجتماعية. فعندما ينشط الاقتصاد وترتفع ثقة المستثمرين به تزداد الفرص الاستثمارية ومستوى النشاط الاقتصادي. مما يؤدى إلى ارتفاع في مستويات الدخل وانخفاض نسب البطالة السافرة والمقنعة والتي تعتبر من أهم الأهداف السياسية بالدولة (الثامر، 2007).

مفهوم سوق الأوراق المالية

تعددت تعريفات سوق الأوراق المالية فقد عرفها (بني هاني، 2002) على أنها المكان والميكانيكية التي يتم عن طريقها تداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل وتتميز بأنها أقل اتساعا من السوق النقدية إلا أنها أكثر تنظيما منها، كما أن العائد فيها يكون مرتفعا نسبيا إذا ما قورن بالعوائد في السوق النقدية، وبالتالي

مخاطر الاستثمار فيها تكون عالية خاصة بالنسبة للأسهم، كما عرف (خضر، 2004) سوق الأوراق المالية من زاوية أخرى بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع عدد من الأسهم والسندات وشرائها داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، أيضا فقد عرفها (الشبلي، 2000) على أنها السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها المؤسسات المالية، وشركات الأعمال، والبنوك التجارية، سواء كانت أسهم أو سندات.

خصائص سوق الأوراق المالية:

تتميز أسواق الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها (الجمل، 2002):

1. تعد سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيما مقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، باعتبار أن المتعاملين في هذه السوق من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، وفي أغلب البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
2. التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات، كما أن الصفات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبيا مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء (حردان، 1997).
3. تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

4. ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، ولها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل . وتتميز هذه السوق بدرجة مخاطرة كبيرة مقارنة مع السوق النقدي.

أقسام سوق الأوراق المالية:

تقسم سوق الأوراق المالية وظيفياً إلى قسمين هما: (الحناوي والعبد، 2002)

أ- السوق الأولية (سوق الإصدار): وهي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، الأسهم والسندات والأسهم الممتازة، لذلك يطلق عليها أيضا سوق الإصدار، حيث تختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، والتي تتم بهدف تمويل مشروعات جديدة، أو بهدف التوسع في مشروعات قائمة.

ب- السوق الثانوية (سوق التداول): هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، حيث يتم تداول الأوراق المالية بيعاً وشراء عبر السماسرة والوسطاء لذلك يطلق عليها سوق التداول، وتشتمل على:

1. السوق المنظمة: والتي تتصف بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية، ووجود إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية والتي تسجل وفقاً لقواعد وتعليمات معينة.
2. السوق غير المنظمة: وهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في السوق المنظمة أو غير المسجلة فيها ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية، ويتحدد سعر الأوراق المالية عن طريق التفاوض.
3. السوق الثالثة: وهي جزء من الأسواق غير المنظمة وتتم فيها عمليات الشراء والبيع الكبيرة من خلال سماسرة غير أعضاء في السوق المنظمة لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع

والشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين الشركات نفسها.

4. السوق الرابعة: وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى وبين المستثمرين والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

وظائف سوق الأوراق المالية:

تقوم الأسواق المالية بجملة من المهام الاقتصادية الحيوية والتي يمكن تحديد أبرزها بالآتي (النجار، 1998):

1. زيادة حجم تراكم المصادر المالية المتاحة: حيث تساعد الأسواق المالية الأفراد لاستثمار مدخراتهم من خلال الاكتتاب باسهم الشركات أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات والتي تعتبر بمثابة إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات وإضافة مصادر تمويلية جديدة للسوق بما يخدم الاقتصاد الوطني.
2. توجيه مدخرات الأفراد: لكي تساعد الأسواق المالية الشركات الناجحة في الحصول على التمويل اللازم للتوسع في نشاطاتها من خلال توجيه الأفراد على شراء أسهم هذه الشركات وبذلك تقدم الأسواق فوائد متعددة للمشاريع الإنتاجية.
3. عدالة تحديد أسعار الأسهم: إن عملية المزايدة في الأسواق المالية هي التي تحدد السعر النهائي للسهم ضمن الظروف السوقية والواقعية السائدة في الوقت الذي تتم فيه إتمام الصفقات.
4. زيادة كفاءة تخصيص الموارد الوطنية: تعمل الأسواق المالية على خلق الفرص الاستثمارية البديلة لمدخرات الأفراد المكتنزة كاقتناء المعادن الثمينة والتحف أو عملات أجنبية وبالتالي زيادة الأصول المنتجة في الاقتصاد.
5. خلق السيولة الكافية للمدخرات من خلال الاستثمار في الأوراق المالية وتحويلها إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وسعر معقول، بالإضافة إلى إمكانية استخدام الأصول المالية ضماناً للقروض المصرفية.

6. التخفيف من تأثير الضغوط التضخمية الناجمة عن الإقبال على موارد المصارف والتوسع في منح الائتمان.
7. إحكام الرقابة على عملية التداول في الأوراق المالية ضماناً لسلامة التـصرفات والإجراءات الواجب إتباعها أثناء عمليات البيع والشراء في السوق.
8. تجميع المدخرات وتخصيصها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزاً ماليـاً وبذلك تعتبر الأسواق المالية مؤشراً للمناخ الاستثماري والاقتصادي الذي يمر به اقتصاد ما.
9. التخصيص الكفء للموارد المتاحة: حيث تعمل الأسواق الماليـة علـى توجيـه مدخرات الاقتصاد القومي إلى الشركات التي تحسن استغلال المـوارد المتاحـة لديها (أي الشركات الأكفأ) والتي تدفع بأسهمها إلـى الـصعود نتيجـة أدائهـا المتميز، وبالتالي تحصل على التمويل اللازم لتوسيع نشاطاتها من خلال زيـادة رأس المال.
10. المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذالك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة ، والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية سندات وأذونات خزينة ويبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية، وإذا أراد مكافحة الركود يضخ في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

عوامل نجاح الأسواق المالية:

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق يشترط توفر جملة من المتطلبات والشروط وإن اختلفت من سوق مالي إلى آخر، إلا أنها في مجملها تكون متشابهة، نذكر أهمها (التميمي وسلام، 2004) :

1. وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضفي صيغة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.

2. مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم، الثقة في النظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
3. فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة، ويتبعها من أنظمة وقوانين.
4. تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.
5. مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.
6. مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.
7. حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال .إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.
8. توفر نظام للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن وضع المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.
9. العمل على وجود نظام ضريبي مرن وفعال يراعي متطلبات المجتمع في التنمية من حيث الإعفاءات الضريبية على بعض أنواع الإصدارات.
10. وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة العامة وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
11. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

مؤشرات قياس أداء السوق المالي:

هناك معايير عدة يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء أسواق الأوراق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فإن هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أداءها، وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي (صحراوي، 2011):

1. المؤشر العام لأسعار الأسهم:

هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكمي لمسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم، يفترض أنها تستخدم كمقياس لمحركة العامة للسوق المالي، وهذا المؤشر هو مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للبلد، فإذا كانت حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود، يطلق على السوق بأنه سوق صعودي وعندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط، يطلق على السوق بالسوق النزولي أو الهبوطي (الزعبي، 2000).

2. حجم السوق :

غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين هما:

أ- **القيمة السوقية**: هي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم السوق يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد رأس المال وتنويع الخطر. ولكنه يعاني من أوجه قصور، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع القيمة السوقية، في حين أن حجم المعاملات بها يكون صغيراً، أي تكون السوق غير نشطة (Beck & Levine, 2004).

ب- **عدد الشركات:** يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق .غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية .إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال كبيراً، ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً (أندراوس، 2005).

3. مؤشرات السيولة:

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في السوق المالي، وهذا ما يجعل الاستثمار المالي أقل خطراً، الأمر الذي يشجع على الاستثمار طويل الأجل. وثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة السوق المالي هما:

أ- حجم التداول: يمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق وهو يكمل مؤشر القيمة السوقية في السوق، فعلى الرغم من أن السوق تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا (Rousseau and Xiao, 2007).

ب- معدل الدوران: يشير إلى القيمة الكمية لمتعاملات في السوق المالي مقسومة عمى القيمة السوقية. ويكمل معدل الدوران القيمة السوقية، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض القيمة السوقية للسوق، ونشطة لارتفاع معدل الدوران، ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران حجم التداول (أندراوس، 2005).

4. درجة التركيز:

يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة، أو موزعا على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي القيمة السوقية، وإجمالي قيمة التداول، وتعد درجة التركيز العالية أمراً غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق (Nieuwerburgh, et, al., 2006) .

العوامل المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية:

يتأثر نشاط سوق الأوراق المالية بالعديد من العوامل ومن أبرزها(أبو الفتوح، 2005):

أ. العوامل الاقتصادية :تمثل سوق الأوراق المالية جزءاً مهما في اقتصاد أي دولة .فإذا كان أداء الاقتصاد ضعيفا يكون أداء معظم الشركات ضعيفا أيضا، وإذا كان الاقتصاد نشطا فإن أداء معظم الشركات يكون كذلك لذلك تعكس سوق الأوراق المالية الحالة الاقتصادية في الدولة، وكما هو معروف تؤثر الظروف الاقتصادية العامة في الدولة وخارجها على نشاط كافة القطاعات الاقتصادية، ولكن بنسب مختلفة، ومن ثم التأثير على نشاط الأسواق المالية.

ب. العوامل السياسية :تلعب العوامل السياسية المحلية والدولية دوراً بارزاً في التأثير على نشاط الأسواق المالية، حيث أنها تؤثر مباشرة على نفسية

المستثمرين خاصة الأجانب منهم، فلا يمكن لأي بلد من الفوز بثقة المستثمرين الأجانب إلا إذا اتسم نظامه السياسي بالاستقرار، وعليه يعد توفير المناخ السياسي المستقر عاملا أساسيا بالنسبة للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وهذا ما أثبتته الوقائع العملية، حيث أن المستثمرين عادة ما يقبلون على تصفية استثماراتهم في الظروف التي يشوبها عدم الاستقرار.

فإذا كان الحدث السياسي إيجابيا، فإن ذلك يدفع بالمستثمرين إلى الإقبال على شراء الأوراق المالية وبالتالي ارتفاع أسعارها، أما إذا كان الحدث السياسي سلبيا فإن ذلك يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية، وبالتالي زيادة عرضها ومن ثم انخفاض أسعارها (الزيدي، 2009).

ج. العوامل النفسية : إن العوامل النفسية للمستثمرين لها تأثيراتها الهامة على نشاط واتجاه سوق الأوراق المالية بشكل عام، خاصة في ظل ضيق قاعدة الإفصاح المالي والمعلومات المالية في السوق، حيث أن غياب هذه البيانات يفسح المجال أمام الاجتهادات الشخصية والإشاعات، وعدم الاستقرار النفسي للمستثمرين بشكل جماعي قد يؤدي إلى رد فعل مضاعف ومغالى فيه، إذ يمكن للخفض المبدئي في أسعار الأسهم أن يسبب مخاوف المستثمرين من تحقيق الخسائر، الأمر الذي يدفع الكثير منهم إلى الخروج من السوق، بحيث تترجم ردود الأفعال المتتابعة إلى عمليات بيع متزايدة تؤدي في نهاية المطاف إلى انخفاض أسعار الأسهم بشكل لا يعكس قيمتها الحقيقية (أندراوس، 2005) ومن بين التصرفات السلوكية التي يميل المستثمرون إلى إتباعها بدافع غريزي وبدون الثقة في نتائجها: الولاء لبعض الأسهم، الركض وراء الجموع، معاكسة التيار والاتجاه، الاكتئاب النفسي، سلوك الفرد وسلوك السوق كحشد من الناس (الرواشدة، 1999).

بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الأداء غير الجيد للشركات وتلاعبها في إخفاء الحقائق، مما يعني عدم الشفافية وقمة المعلومات المتاحة للمستثمرين، وكذلك ظاهرة الاندماج بين الشركات، الشائعات، الخصخصة، النظم والتشريعات القانونية وغيرها من العوامل.

أهم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة في الأسواق المالية باعتبارها السلعة الوحيدة التي يتم تداولها في هذه الأسواق و يمكن تعريف الورقة المالية بأنها: المثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل ظروف محددة (الحناوى، 1997). وتنقسم الأوراق المالية إلى نوعين الأسهم والسندات:

أولا: الأسهم

السهم هو عبارة عن صك يثبت لصاحبة الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم، و يضمن هذا الحق الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع عدد الأسهم، و يكون مسؤولية المساهم محدودة على عدد الأسهم التي يمتلكها، و تنقسم هذه الأسهم إلى نوعين أساسيين هما عادية و ممتازة:

1. الأسهم العادية: يمثل السهم العادي مستند له ثلاثة قيم وهي قيمة أسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية.و تتمتع الأسهم العادية بمزايا في نقل الملكية لسهم البيع والشراء أو التنازل لا يجوز للمستثمر للرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، فإذا أراد التخاص من السهم عليه بعرضه للبيع في سوق المال، وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي قام بدفعها لشراء السهم أحياناً لا يسترد شيء على الإطلاق كذلك ليس من حقه أن يطالب بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الإدارة توزيع هذه الأرباح.
2. الأسهم الممتازة: فهي مستند ملكية لا يختلف كثيراً عن السهم العادي فهو أيضا له ثلاثة قيم أسمية ودفترية وسوقية.، غير أن القيمة الدفترية لسهم الممتاز لا تتضمن نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي قد تظهر في الميزانية العمومية للشركة،و لحامل أسهم الممتازة عد ة حقوق وهي أنه لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية.كما أن له الحق في توزيعات سنوية و تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، و في حالة عدم تحقيق الأرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن

الإدارة قررت عدم توزيعها، فعليه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة إذا لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم، وذلك لأن حملة الأسهم الممتازة يتحملون المخاطرة أكبر من المفترضين وبهذا يطالبون بمعدل فائدة اكبر، وفى حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية تأتي الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية في التوزيع.

ثانيا: السندات

السندات هي صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول بالطرق التجارية، وغير قابلة للتجزئة، تمثل قرضا جماعيا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام ويجري العمل على أن تصدر السندات في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول و يوقع عليها من مجلس الإدارة ولا يمثل كل سند دينا مستقلا بذاته بل جزء من إصدار واحد غير قابل للتجزئة لكنه قابل للتداول، وتختلف طرق تداوله باختلاف الشكل الذي يصدر به (الداغر، 2007). وتكون السندات على أنواع عديدة أهمها: السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية والسندات ذات مكافأة الوفاء والسندات ذات النصيب والسندات المضمونة برهان أو كفالة والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

ولحملة السندات عدة حقوق وهي: الحق في الفوائد، الحق في استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل، ويمكنها ذلك عن طريق إما وفاء السندات في موعد الاستحقاق أو بطريق الاستهلاك أو بشرائها في البورصة أو عن طريق تحويلها إلى أسهم أو في حالة إفلاس الشركة أو تصفيتها، الحق في تداول السند بالطرق التجارية (الموسوي، 2003).

مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

تعني الكفاءة أن سعر السهم يعكس بالكامل جميع المعلومات المتاحة عنه في السوق بسرعة ودقة، وبذلك تمثل القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يكفي العائد المتولد عنها لتعويض مخاطر الاستثمار في السهم، ولذلك لا يمكن لأي من المتعاملين في السوق من تحقيق عوائد غير عادية تفوق ما يحققه غيره (Fama, 1970).

وقد عرف (Fama, 1970) السوق الكفء بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين.

وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها (هندي، 2002).

مستويات كفاءة الأسواق المالية:

صنّف فاما (Fama, 1970) المعلومات الواردة إلى السوق ضمن ثلاث مجموعات، وضع على أساسها ثلاث مستويات لكفاءة السوق المالي:

1. **المستوى الضعيف للكفاءة:** وهو المستوى الأدنى للكفاءة، حيث يعرف السوق على انه كفؤ إذا كانت الأسعار الحالية للسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات التي تحتويها الأسعار الماضية (التاريخية)، وبالتالي لا يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية للأسهم، ولذلك ليس من الممكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا عوائد فوق عادية باستخدام الأسعار التاريخية للأسهم.
2. **المستوى شبه القوي:** ويتضمن هذا المستوى من الكفاءة أن الأسعار السوقية للأسهم تعكس جميع المعلومات المنشورة المتاحة من التقارير السنوية، أو المعلومات المنشورة الأخرى كتلك المعلومات الخاصة بالأرباح السنوية وتوزيعاتها، ومعدلات الفوائد، وأسعار الصرف وغيرها، وهذا يعني بأنه من غير الممكن لأي من المتعاملين من تحقيق عوائد غير عادية تفوق الآخرين، نتيجة تحليله للمعلومات الموجودة في التقارير المنشورة، ذلك لان الأسعار في السوق سوف تعتدل فوراً مع أي أخبار جيدة أو سيئة تتضمنها التقارير عندما تنشر.

3. **المستوى القوي:** وفقاً لهذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس جميع المعلومات المتعلقة بما فيها المعلومات العامة والخاصـة، حيـث يتضمن المستوى القوي للكفاءة أن المعلومات الخاصـة (الداخليـة) يـصعب استخدامها لتحقيق عوائد فوق عادية، ذلك لان المعلومـات تـنعكس بـصورة مستمرة من قبل السوق.

2.1.2 الاستثمار.

يعتبر موضوع الاستثمار بشكل عام موضوع له أهميته الاقتصادية في كل من الدول المتقدمة والنامية. ففي الدول المتقدمة يعد الاستثمار فرصة لتشغيل واستغلال فوائض رؤوس الأموال لديها في التوسع الاقتصادي. يرى الكثيرون انه من العوامل المؤثرة في الناتج المحلي الإجمالي وبعلاقة طردية. والدول النامية بدورها تسعى إلى زيادة حجم الاستثمارات بأنواعها المختلفة وتحاول تقليل الحواجز أمام تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها (المدادحة، 2012).

مفهوم الاستثمار

تتعدد التعريفات الموضحة لمفهوم الاستثمار، وبالرغم من ذلك فهي تشترك بالعديد من الصفات والمظاهر الدالة لمفهوم الاستثمار. ويعرف الاستثمار بأنه "التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، وذلك بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي" (حريوش وآخرون، 1996) كما يعرف الاستثمار بطريقة أخرى على أنه" توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح والمال عموما " (حردان, 1997). وهناك من يقدم مفهوم الاستثمار بصورة أكثر شمولية، بحيث تشمل جميع ما يتعلق بزيادة الطاقة الإنتاجية كالاستثمار في التعليم والتدريب والصحة وغيرها من الاستثمارات التي تعمل على رفع مستوى إنتاجية الأفراد وبالتالي رفع مستوى الإنتاجية على المستوى الوطني (التهامي، 1992). ويمكن القول أن الدافع الرئيسي لأي استثمار هو تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح وعادة ما يكون هذا الهدف في الأجل الطويل، حيث أن الممارسة العملية للعديد من المنشآت الاقتصادية في الأجل

القصير تتضمن تعظيم المبيعات أو الوصول إلى مستوى أداء معين، أو حتى تقليل الخسائر، إلا أنها تنتهي في الأجل الطويل إلى تحقيق أرباح مع وجود هامش للمخاطرة ,ويميل هنا معظم الاقتصاديين إلى اعتبار الربح عائدا اقتصاديا على المخاطرة.

أهداف الاستثمار:

تتباين أهداف الاستثمار حسب الإمكانات المتاحة للمستثمر وما يتوفر لديه من معلومات وفرص استثمارية ومناخ استثماري ومع كل ذلك يمكن التركيز بشكل عام على الأهداف التالية: (Hearth and zaima, 1998)

1. الحفاظ على الأصول المادية والمالية التي يمتلكها المستثمر، وذلك يعد أمراً استراتيجيا لأن التضحية بجزء من هذه الأصول أو كلها إما يؤدي إلى ضياع ممتلكات خاصة حققها المستثمر في نشاطات سابقة أو يجعله تحت طائلة الديون التي لا يمكن حصرها.
2. تحقيق عوائد مستقرة: أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير متقطعة، وهنا يجب الاهتمام بالقيمة الحالية الصافية للعوائد بحيث تحافظ على قوتها الشرائية وتتجاوز تكاليف الفرص البديلة.
3. استمرار السيولة النقدية التي تعتبر كجزء من الموارد المتاحة لعدة أسباب منها تغطية النفقات الجارية، وإيفاء الديون المستحقة، ومواجهة متطلبات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية.
4. استمرار الدخول وزيادتها بشكل متصاعد: ويمثل هذا الهدف من أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية ورفع مستويات المعيشة وزيادة القدرة الإنتاجية.

أنواع الاستثمار:

يتخذ الاستثمار عدة أنواع وذلك باختلاف المعيـار المعتمـد فـي عمليـة التصنيف، وفيما يلي أهم التصنيفات المتخذة للاستثمار (آل شبيب، 2009)

1- تصنيف الاستثمار وفقا لشكل الملكية:

يصنف الاستثمار وفقا لهذا المعيار إلى:

أ. الاستثمار العام: وهي تلك الاستثمارات المنجزة من قبل الدولة ويسمى أيضا بالاستثمار في القطاع العام وعادة ما يكون بغرض تحقيق مصلحة عامة وتحقيق التنمية الاقتصادية أي أن أهدافه ذات طابع اجتماعي وليس ربحي.

ب. الاستثمار الخاص: وهذا النوع من الاستثمار يقوم به الأفراد والمؤسسات الاقتصادية الخاصة باعتبارهم المالكين لوسائل الإنتاج حيث يخضع للقانون التجاري وهو أهم أشكال الاستثمار في المجتمعات الرأسمالية، ويتميز بطبيعته الربحية على العكس من الاستثمار العام.

ج. الاستثمار المختلط: وهو ذلك الاستثمار الذي يتم انجازه بالتعاون بين الدولة والقطاع الخاص، وهو عادة ما يكون استثمار يتطلب أموال ضخمة مما يستدعي طلب الدولة مشاركة القطاع الخاص سواء كان محلي أو أجنبي.

2- تصنيف الاستثمار حسب الموقع الجغرافي: تنقسم الاستثمارات حسب الموقع الجغرافي كما يلي:

أ. استثمارات محلية: وهي الاستثمارات التي تتكون داخل السوق المحلي في البلد المعين، أي داخل الحدود الإقليمية للبلد محل الدراسة مهما كانت طبيعة هذه الاستثمارات والأصول المختارة.

ب. الاستثمارات الأجنبية (الخارجية): وهو عبارة عن استخدام الأموال الفائضة في الأصول الاستثمارية التي تقع خارج الحدود الإقليمية لدولة المستثمر مهما كانت طبيعة هذه الاستثمارات فردية أو جماعية، مباشرة أو غير مباشرة، وتختلف طبيعة الاستثمارات الأجنبية عن الاستثمارات المحلية بطبيعة وأنواع الأصول الاستثمارية المختارة، ودرجة المخاطرة، ومقدار العائد والمرونة. ويلعب الاستقرار السياسي دورا مؤثرا في جذب الاستثمارات الأجنبية وكذلك حجم السوق من حيث عدد السكان والدخل القومي والناتج المحلي الإجمالي و متوسط دخل الفرد.

3- تصنيف الاستثمارات حسب طبيعتها

ويمكن تقسيمها حسب طبيعتها إلى ما يلي: (الشمري وآخرون، 1999):

أ. الاستثمارات الحقيقية أو الإنتاجية: وهي مجموع الاستثمارات التي تتمثل في إنشاء الأصول الإنتاجية بهدف تحقيق الربح أو شراء الأصول الرأسمالية، وهذا النوع من الاستثمارات تؤدي إلى زيادة حقيقية في الناتج المحلي الإجمالي وتكوين وتراكم رأس المال الوطني الثابت، كما لها علاقة بالطبيعة والبيئة التي تتواجد بها وتتمتع بدرجة مخاطر منخفضة إلا أن درجة سيولتها منخفضة وتتحمل نفقات تامين ونقل وصيانة.

ب. الاستثمارات المالية: وهي مجموع الاستثمارات في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في السوق المالي (الأسهم والسندات) والأوراق المالية الأخرى بهدف اقتنائها لفترة معينة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالي والحصول على أرباح إضافية، ويتم تداول الاستثمارات المالية في الأسواق المالية التي تتميز بفاعليتها خاصة إذا كانت هذه الأسواق ذات كفاءة عالية ومن خصائصها الاتساع والعمق، وتقسم الاستثمارات المالية إلى ثلاثة مجموعات هي الاستثمارات غير القابلة للتداول كالودائع لأجل،وودائع التوفير، شهادات الإيداع، والسندات الادخارية الحكومية، والأدوات المتداولة في سوق النقد وتتكون من أوامر السحب القابلة للتداول، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، والقبولات المصرفية، الأوراق التجارية، وأذونات الخزينة، وأدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال: ويتكون من الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات.

4- تصنيف الاستثمارات حسب الآجال (شموط وكنجو، 2008):

وتصنف الاستثمارات حسب معيار الأجل إلى:

أ. استثمارات قصيرة الأجل: وهي الاستثمارات التي لا تتجاوز مدتها السنة

ب. استثمارات متوسطة الأجل: وهي الاستثمارات التي تزيد مدتها عن السنة وقد تصل إلى خمسة سنوات.

ج. استثمارات طويلة الأجل: وهي التي تزيد مدتها عن خمسة سنوات.

محددات الاستثمار:

توجد العديد من العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري والتي من الضروري أخذها بعين الاعتبار ضمن تصميم ودراسة سياسة الاستثمار لاتخاذ القرار الاستثماري بشكل صحيح، ومن أهم هذه العوامل ما يلي: (عبد الحميد، 2010)

1. الائتمان المصرفي: إن مدى توافر الائتمان المصرفي في السياسة الداخلية للمصارف التجارية أو المصارف المتخصصة لدعم المشاريع أو شركات الأعمال سواء في رأس المال العامل (التشغيلي) أو رأس المال الثابت (الرأسمالي) ويعد هذا عاملا مؤثرا على حجم الاستثمار، حيث أن توافر القروض المصرفية الميسرة يساهم في دعم وتشجيع الاستثمار، وبالعكس في حالة فرض القيود على القروض سوف يؤدي إلى تقليل حجم الاستثمار (الطاهر وخليل، 2004).
2. النقد الأجنبي: إن شراء السلع الرأسمالية كالآلات، والمكائن التي تتم الحاجة إليها لغرض الإنتاج وتقديم الخدمات، والتي يتم استيرادها من خارج الدولة، وخاصة في الدول النامية، يزيد من الحاجة إلى النقد الأجنبي لشراء هذه السلع، فعدم توافر النقد الأجنبي سوف يؤثر سلبا على القرار الاستثماري.
3. الاستقرار الاقتصادي: هذا يؤثر سلبا على عملية الاستثمار في البلد من خلال جوانب عديدة منها ارتفاع معدلات التضخم والتي تؤثر على معدلات الربحية المتوقعة، وخاصة في حالة الشركات أو المشاريع التي تكون فيها الإدارة غير مخاطرة. فحالة عدم التأكد تجعل رجال الأعمال يعيدوا النظر في هيكلة استثماراتهم بعيدا عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة، وهذا يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار. وكذلك الحال بالنسبة للكساد فان انخفاض الطلب الكلي سيؤدي إلى انخفاض معدلات الأرباح ومن ثم انخفاض حجم الاستثمار (عبد الحميد، 2010).
4. الاستقرار السياسي والأمني :ويعتبر العامل السياسي من أهم العوامل التي تلعب دورا في توجيه الاستثمارات، فالاستقرار السياسي والأمني يعتبران من العوامل

الجاذبة للاستثمار بينما حالة الفوضى والانفلات الأمني وكذلك حالة الحرب من العوامل النابذة.

5. ارتفاع المديونية الخارجية للدولة :إن ارتفاع نسبة المديونية إلى الناتج المحلـي الإجمالي تؤثر سلبا على الاستثمار الخاص من خـلال عـدة مجـالات منهـا: استخدام الموارد المتاحة لخدمة المديونية العامـة يقلـل مـن فـرص تمويـل الاستثمارات و قد يؤدي ارتفاع المديونية إلى تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج بدلا من استثمارها في داخل البلاد، وهذا قد يؤدي بصورة غير مباشـرة إلـى ارتفاع تكلفة رأس المال المطلوب للاستثمار.
6. حجم التغير في الطلب النهائي على السلع والخدمات :حيث يعتبر العامل الرئيسي المسئول عن التغيرات التي تحدث في حجم الإنفاق الاستثماري، حيـث يمثـل الإنفاق الاستثماري طلبا على معدات ووسائل الإنتاج، ومن ثم فانه يمثل طلبـا مشتقا شأنه في ذلك شان الطلب على عوامل الإنتاج الأخـرى (عبـد الـسلام، 2007).
7. مستوى التقدم الفني: تختلف الأساليب الفنية للإنتاج عما إذا كانـت تميـل إلـى مدخلات أكثر من عنصر العمل مع تخفيض المدخلات من عنصر رأس المـال أو العكس . فكلما كان الاتجاه نحو استخدام أسلوب فني ذو كثافة في رأس المال أدى ذلك إلى زيادة الاستثمار. ومن ناحية أخرى، فان التقدم الفني في الإنتـاج يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري، فهي تستلّزم أدوات إنتاج جديدة متطـورة، وتتطلب الحصول على مواد خام جديدة، والبحث عن أسواق لعرض المنتجات، كل هذا يتطلب مزيداً من الاستثمار.
8. الموقع الجغرافي وسهولة الوصول إلى الأسواق المحيطة: إن تمتع الاقتصاد بموقع جغرافي مميز يؤهله ليكون وسيطا تجاريا وماليا بين أسواق دول عديدة، مما يسهل الوصول إلى تلك الأسواق ويشجع على أقامة الاستثمارات فيها.
9. توفر البنية التحتية والخدمات اللازمة للاستثمار : توفر مشروعات البنية التحتية من مياه وكهرباء ونقل واتصالات تسهل قيام الاستثمارات لذلك تلجأ الدول إلى

قيام مدن صناعية تتضمن خدمات البنية التحتية من اجل جذب الاستثمارات (الجندي، 2010).

3.1.2 قنوات تأثير السوق المالي على الاستثمار

لم يصل الأدب الاقتصادي إلى اتفاق تام حول أثـر الـسوق المـالي علـى الاستثمار. ويعتبر الناقدون أن السوق المالي ليس له تأثير إيجابي، بل قد يكون لـه تأثير سلبي على النمو الاقتصادي بشكل عام، ويستندون في ذلك إلى مجموعة مـن المبررات نذكر منها (صحراوي، 2009):

1. أنه في الدول النامية وكذلك في العديد من الدول المتقدمة، تمول حصة محدودة فقط من استثمارات الشركات من خلال إصدار الأسهم، بينما يمـول الـشطر الأعظم من تلك الاستثمارات من مصادر ذاتية كالأرباح المحتجزة، أو مـن مصادر خارجية كالقروض المصرفية (أندراوس، 2005).
2. تسهم أسواق الأوراق المالية في تحقيق التقلبـات الاقتـصادية، إذ أن تزايـد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، قد يؤدي إلى تغيرات سعرية مفرطة، وعدم الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي، ويؤدي أيضا إلى تقلبات في أسـعار الصرف، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي ككـل والذي من مكوناته الاستثمار (Singh,1997).

وثمة رؤيا أخرى تشير إلى أن السوق المالي يمكن أن يؤثر على الاستثمار وذلك من خلال قنوات عدة أهمها:

1. السيولة: إن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن غالبا ما يحجم المستثمرين عن التخلي عن السيطرة على مدخراتهم لفترات طويلة. لهذا تجعل الأسواق المالية ذات السيولة العالية الاستثمار أقل خطراً وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية، مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر، إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم، أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية. وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم،

وعليه السيولة تسهل الاستثمار على المدى الطويل (Demirguc-Kunt and Levine, 1996).

2. تعبئة المدخرات: تتضح أهمية السوق المالي في العمل كونه حلقة وصل ما بين الادخار والاستثمار، فالسوق المالي يمثل القناة التي يتم من خلالها التمويل من الوحدات التي تحقق فائضا إلى الوحدات التي تعاني عجزاً، إذ يعمل على جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، ويحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال طرح الأسهم والسندات وتشجيع الأفراد والشركات على الاستثمار فيها، وهي بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد المتمثلة في: عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان متوسط الأجل بالمستوى المطلوب، لأسباب كثيرة من أبرزها مخاطر التضخم، ومخاوف التغيير في هامش سعر الفائدة (الزيدانيين، 1999).
3. تحويل المخاطر: تسهم وظيفة تحويل المخاطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراقا مالية متنوعة لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة، حيث يؤدي التنويع إلى تخفيض علاوة الخطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، وتزيد منافع التنويع في ظل اندماج أسواق الأوراق المالية (علي والعيسى، 2004) . كما وأنه من دون تنويع الأوراق المالية سيتعرض الأفراد إلى مخاطر السيولة، الأمر الذي يجبرهم على سحب أموالهم من المشاريع طويلة الأجل، مما يؤثر سلبا على الاستثمار (Nieuwerburgh et al., 2006).
4. تقييم الشركات والمشروعات: يعتبر السوق المالي أداة هامة لتقييم الشركات المشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، من خلال الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو ضعف مركزها المالي، وهو ما يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أملا في تحسن

مركزها وإنتاجها، الأمر الذي يؤثر إيجابا في الاستثمار (Nieuwerburgh et al., 2006).

5. تخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة: حيث يساهم السوق المالي في تزويد المتعاملين بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة للغاية، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب الأسعار، وفي الوقت نفسه يقلل من أعباء تكاليف المعلومات، والذي يساهم في تشجيع الأفراد للادخار والاستثمار في آن واحد (Levine and Zervos, 1996).
6. جذب العملات الأجنبية: تسعى سوق الأوراق المالية إلى جذب الاستثمارات الأجنبية وذلك بإتباع طرق شتى أهمها: إزالة القيود على الاستثمار الأجنبي في السوق المالي، وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها .حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات، ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة، ومركزها المالي المقبول، ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلاد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها (النجار، 1999).

2.2 الدراسات السابقة:

فيما يلي عرضا للدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية:

1.2.2 الدراسات العربية:

دراسة (اطرش، 2010) بعنوان:"كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"، هدفت هذه الدراسة إلى محاولة معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم. وقد شملت هذه الدراسة ستة أسواق رأسمال عربية هي (الأردن، السعودية، الكويت، مصر، المغرب، الجزائر)، حيث تم في مرحلة أولى استخدام مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة سوق رأس المال في هذه الأسواق. كما تم استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق رأس المال في شكلها الضعيف في مرحلة ثانية.

وأخيرا تم دراسة الارتباط بين مؤشر السوق و مجموعة من العوامل الاقتصادية من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في محاولة لقياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة. ولقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، أهمها: تبين وباستعمال مؤشرات السوق أن معظم أسواق رأس المال محل الدراسة تملك القدرة على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، بالشكل الذي يساهم في اتساع السوق واتجاهه نحو الكفاءة.

دراسة (وشاح، 2009) بعنوان: "دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية "، هدفت هذه الدراسة إلى بيان دور السوق المالي في محاوله جذب الاستثمارات الأجنبية الموجودة بالسوق المالي الفلسطيني والاقتصاد الفلسطيني ومحاوله رفع مستواه بحيث يتناسب مع حجم السوق الفلسطيني المتواضع في ظل جميع المعوقات التي تواجهه، وقد أجريت الدراسة على الشركات المدرجة بالسوق المالي وهي 36 شركه عاملة وتم توزيع (54) استبيان وتم استرداد (47) استبيان من الشركات أي ما نسبته (87%) من العينة المستهدفة، وخلصت الدراسة إلى أن السوق المالي لا يقوم بدوره كاملا في دعم الاستثمار الأجنبي وتشجيعه على الاستثمار داخل فلسطين ويعود ذلك إلى الوضع الاقتصادي والسياسي المزعزع في فلسطين.

دراسة (شرف وآخرون، 2009) بعنوان: "دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة لخارجية"، هدفت الدراسة إلى بيان دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي بشكل عام والتجارة الخارجية بشكل خاص، من خلال إظهار علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي، ودور الرقابة على الاستثمارات في ذلك، وكذلك اثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي من خلال المعاملات الدولية، كما بينت الدراسة عوامل جذب الاستثمار من خلال المؤشرات التي تبين ترتيب الدول العربية فيها. ومن اجل تحقيق أهداف الدراسة تم إعداد نموذج رياضي وإحصائي لقياس العلاقة بين حركة التداول للأوراق المالية في الأسواق الناشئة، وتأثيراتها إيجابا وسلبا على تفعيل حركة الاستثمار والتجارة الخارجية. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة تبادلية بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، يؤدي التحرير المالي

إلى التأثير على حجم ونوعية تدفقات رؤوس الأموال من والى الخارج، كما بينت الدراسة عوامل جذب الاستثمار من خلال عدة مؤشرات أهمها مؤشر التنافسية ومؤشر الشفافية ومؤشر إمكانية الحصول على رأس المال، كما أشارت الدراسة إلى ارتفاع الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي حيث ارتفع بنسبة (2.4%) عام (2004)، كما أوضحت الدراسة أيضاً أن نمو الاستثمارات العربية في الخارج نمو الاستثمارات البينية، كما أثبتت الدراسة أن هناك علاقة طردية بين حجم سوق المال معبرا عنه بحجم التداول وحجم الادخار والاستثمار وبالتالي على الناتج المحلي الإجمالي والصادرات والواردات.

دراسة (علاونه، 2008) بعنوان: "الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، هدفت الدراسة إلى معرفة مدى الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، حيث تم بداية التمييز ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر. ومن ثم استعرضت الدراسة اتجاهات الاستثمارات الأجنبية وتدفقاتها إلى الدول المختلفة في العالم والدور الرئيسي الذي تلعبه أسواق رأس المال في النشاط الاقتصادي من خلال زيادة نسبه الادخار في المجتمع، وتقليل تكاليف المعلومات والمعاملات، كما يساهم السوق المالي في دعم النمو الاقتصادي. وحددت الدراسة متطلبات جذب الاستثمار في أسواق رأس المال العربية من خلال عوامل تعود على النظام السياسي والاقتصادي، وعوامل خاصة في السوق المالي من حيث تنويع الأدوات الاستثمارية وزيادة كفائه السوق. وفي ختام الدراسة تم التطرق إلى واقع التجربة الفلسطينية ودور سوق فلسطين للأوراق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية، حيث تم تحديد الاستثمارات الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية، ونسبه توزيعها على القطاعات المختلفة في السوق وذلك بعد التعرف على أداء سوق فلسطين للأوراق المالية خلال السنوات الماضية.

دراسة(قصراوي، 2008) بعنوان "أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن"، هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1978-2007)، حيث تم اختبار استقرار البيانات للسلاسل الزمنية، وفلترة البيانات، وذلك لعدم استقرارها ثم استخدام

طريقة المربعات الصغرى، إضافة إلى استخدام اختبار جرنجر للسببية. حيث تم قياس تطور السوق المالي من خلال القيمة السوقية، وحجم التداول، وتم قياس النمو الاقتصادي من خلال الناتج المحلي الإجمالي في الأردن بالأسعار الجارية، إضافة إلى مجموعة من المتغيرات التحكمية المؤثرة في النمو الاقتصادي المتمثلة في: عرض النقد بالمعنى الواسع، التكوين الرأسمالي والاستهلاك الكلي. وقد أظهرت النتائج أن حجم التداول للأسهم كان له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي، في حين بينت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والنمو الاقتصادي في الأردن، كما أظهرت النتائج وجود علاقة سببية غير مباشرة من حجم التداول إلى النمو الاقتصادي، ومن القيمة السوقية إلى النمو الاقتصادي، حيث أن هناك علاقة ذات اتجاه واحد من حجم التداول إلى عرض النقد، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين عرض النقد والنمو الاقتصادي، ووجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من القيمة السوقية إلى التكوين الرأسمالي الإجمالي، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين التكوين الرأسمالي الإجمالي والنمو الاقتصادي.

دراسة (مباركي، 2004) بعنوان: "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات (دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس)"، هدفت الدراسة إلى تطوير البورصات العربية من منطلق الدور المحوري الذي أصبحت تلعبه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة، فهم آلية عمل الأسواق المالية وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية، توضيح مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصاديات الدول المغاربية: الجزائر،المغرب وتونس، والوقوف على النقائص التي جعلت الأسواق المالية في دول المغرب العربي لم تتبوأ المكانة اللائقة بها. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، بالإضافة إلى أسلوب دراسة مقارنة لمقارنة عينة من ثلاث بورصات هي بورصة الجزائر، بورصة المغرب وبورصة تونس. وخلصت الدراسة إلى أنه بالرغم من الأداء الضعيف للأسواق المالية لدول الدراسة سواء على مستوى سوق الإصدار أو السوق الثانوي، إلا أن هناك بوادر قد تساعد تلك الدول على النهوض بأسواقها المالية إلى مستويات تسمح لها بدعم اقتصادياتها الوطنية. فإقبال هذه الدول على عمليات

الخصخصة يجعل من الأسواق المالية قناة ضرورية لتحقيق تلك العمليات، كما أن التحرير الاقتصادي والمنافسة الدولية تلزم هذه الدول بتطوير أسواقها مواكبة لتطورات الاقتصاد العالمي. ويعتبر الجانب الإعلامي حول الأسواق المالية، خاصة في الجزائر العقبة الرئيسية لتحقيق التطور المنشود في الأسواق المحلية، ويستوجب على سلطات هذه الدول أن تعمل على ترقية هذا الجانب بشكل يجعل من المستثمرين يدركون مدى أهمية الاستثمار المالي وما هي العوائد والمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات.

دراسة (أبو غزالة، 1991) بعنوان :أثر مؤسسات الوساطة المالية علـى النمو الاقتصادي في الأردن. ركزت هذه الدراسة على إمكانية التعرف على طبيعة العلاقة بين التطورات المالية والتطورات الحقيقيـة فـي الأردن للفتـرة (1968-1988)، وذلك من خلال دراسة أثر التعميق المالي على الادخار، الاستثمار والنمو في الدخل، حيث تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العاديـة (Ordinary Least Squares) (OLS) والجدير بالذكر أنه تم التركيز على أثر القطاع المصرفي على كل من الاستثمار والادخار والنمو الاقتصادي، وذلك مـن خـلال اسـتخدام مجموعة من المتغيرات الدالة على التعميق المالي وهي :سعر الفائدة الحقيقي على ودائع البنوك، نسبة العلاقة المالية المتبادلة التي تساوي نسبة الأصول المالية فـي الجهاز المالي والمصرفي إلى الناتج المحمي الإجمالي، ومتغير الكثافـة البنكيـة، التغير في أشباه النقد، أما الاستثمار والادخار، والنمو الاقتصادي، تم التعبير عنهم من خلال إجمالي التكوين الرأسمالي، إجمالي الادخار، الناتج المحلـي الإجمـالي الحقيقي على الترتيب.

أظهرت الدراسة أن التعميق المالي يؤثر إيجابا على كـل مـن الاسـتثمار والادخار والنمو الاقتصادي.

2.2.2 الدراسات الأجنبية:

دراسة **(Adenuga, 2011)** بعنوان: **"Stock Market Development And Economic Growth In Nigeria"**، هدفت الدراسة إلى الكشف عن العلاقة

بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في نيجيريا، واتبعت الدراسة منهجية تحليل بيانات ربعية للفترة بين 1990-2009 باستخدام نموذج تصحيح الخطأ العاملي، وقد توصلت النتائج إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 1% بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، كما تبين وجود اختلال في البيانات الربعية السابقة بنسبة 53.4% على المدى الطويل لمتغيرات تطور سوق الأوراق المالية، تدفق رأس المال، تطور قطاع البنوك، ومعدل الاستثمار، ومن أهم ما توصلت له الدراسة أن النمو الاقتصادي في المدى القصير يتحدد من خلال فترات التباطؤ الزمني في الربعين الأول والثاني بالنسبة لمتغير معدل الاستثمار.

دراسة (Polk & Sapeinza, 2009) بعنـوان **"The Stock Market and Corporate Investment"**، هدفت هذه الدراسة إلى التحقق مما إذا كان للتـسعير الخاطئ في سوق الأوراق المالية تبعات على سياسة الاستثمار لدى الشركات فـي بريطانيا، استخدمت الدراسة نظرية تغذية الاستثمار للكشف عن الانحرافات الناجمة عن أسس التسعير على قرارات الاستثمار بشكل مباشر. وخلصت الدراسة إلـى أن هناك علاقة عكسية ما بين الاستثمار وعوائد الاستثمار في سـوق الأوراق الماليـة تعزى للتسعير الخاطئ للأدوات المالية في سوق الأوراق المالية.

دراسة (Ezeoha. et al, 2009) بعنوان: "Stock Market Development And Private Investment Growth In Nigeria"، هدفت إلى النظر في طبيعة العلاقة القائمة بين تطور سوق الأوراق المالية ومستوى التدفقات الاستثمارية في دولة تتصف بدرجة عالية من عدم الاستقرار الكلي، وفيما إذا كان سوق الأوراق المالية يلعب دورا فعالا في جذب الاستثمارات المحلية منها والأجنبية في مثل هذه الحالة الاقتصادية. تم استقراء البيانات الربعية على طول فترة الدراسة (1970 - 2006) في التحليل. وقد تم الاعتماد على نموذج جوهانسن للتكامل المشترك لدراسة الاتجاهات على المدى الطويل في المتغيرات. وتم استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) في تقدير العلاقة بين نمو سوق الأوراق المالية وتطور الاستثمار. وبينت الدراسة أن التنمية في سوق الأوراق المالية النيجيرية خلال

سنوات الدراسة كان قادرا على تحفيز النمو في تدفقات الاستثمار المحلي الخاص، لكنها غير قادرة على القيام بذلك في حالة الاستثمار الأجنبي الخاص، كما أن النظام المصرفي للدولة كان له تأثيرات غير مستقرة على تدفق الاستثمارات الخاصة. عزا الباحثون ذلك إلى الحالات المستمرة من الفشل في النظام المصرفي.

دراسة (Abu Al-Haija, 2008) بعنوان: "The Impact of Financial Development on Domestic Investment"، سعت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة التي تربط التنمية المالية بالاستثمار المحلي في الأردن خلال الفترة (1978-2004). وقد قدمت الدراسة تحليلا نظريا للقنوات التي يمكن من خلالها للتنمية في القطاع المصرفي وفي سوق الأوراق المالية أن تؤثر على الاستثمار المحلي. وقد بينت نتائج الدراسة أن هناك تأثير لمؤشرات التنمية الخاصة بسوق الأسهم إيجابيا وبدلالة إحصائية على الاستثمار، بينما كانت نتيجة مؤشرات التنمية الخاصة بالقطاع المصرفي عكس ذلك. وقد عزى الباحث النتيجة الأخيرة إلى جملة من العوامل المتبعة من قبل البنوك الأردنية بعضها يتعلق بالسياسات الإقراضية "الضيقة" للمصارف الأردنية خلال فترة الدراسة وبعوامل متعلقة باعتماد المستثمرين المحليين على مدخراتهم الشخصية لتمويل مشاريعهم الاستثمارية الجديدة أو على التمويل الداخلي في توسيع مشاريعهم القائمة. ووجدت الدراسة أيضا أن معدلات النمو في متوسط دخل الفرد الحقيقي لم تكن ذات تأثير دال إحصائيا على نسبة الإنفاق الاستثماري من الناتج المحلي الإجمالي، لكن تأثيرها اتصف بالأهمية على مستويات الاستثمار بقيمها المطلقة.

دراسة (Xiao ,2004) بعنوان" The Role of the Stock Market in Influencing Firm Investment in China"، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سوق الأسهم الصينية على الاستثمار على مستوى الشركات باستخدام (panel data) التي صممت من قبل الفريق المؤلف من جميع الشركات الصينية المدرجة للفترة (1992-1999) وقد تم تطبيق كلا التقنيتين (fixed effects) و(generalized method of moments (GMM. وقد أظهرت النتائج أن تقييم سوق الأوراق المالية له تأثير كبير للغاية وإيجابي في اتخاذ القرارات الاستثمارية

بالنسبة للشركات، خاصة خلال الطفرة التي حدثت في سوق الأوراق المالية الصيني خلال الفترة (1996-1999). ومع ذلك، استنادا إلى نموذج القيمة الحالية، تبين أن تقييم سوق الأوراق المالية في الصين ينحرف كثيرا عن الأسس التي يقوم عليها. ونتيجة لذلك، فإن التوسع الأخير الذي حدث في سوق الأوراق المالية في الصين من المرجح أن ينتج عنه تخصيص غير فعال للموارد ويسبب آثار ضارة على الاقتصاد الحقيقي.

دراسة (Bolbol & omran, 2004) بعنوان "Arab Stock Markets and Capital Investment"، هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر عوائد السوق المالي على الاستثمار في الدول العربية، واتبعت الدراسة منهجية التحليل المقارن باستخدام أربع فرضيات، تكونت عينة الدراسة من (83) شـركة فـي 5 دول عربيـة خـلال الفتـرة من(1996-2001)، ومن أهم ما توصلت له الدراسة أنه لا يوجد هناك تأثير للتـدفقات النقدية على الاستثمار وهو ما قد يعزى لسياسة تقسيم الأرباح في الشركات العربية، كمـا تبين أن نمو الدين العام من أهم المحددات للإنفاق الرأسمالي.

دراسة (Henry, 1999) بعنـوان "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?"، هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن الدور الـذي يلعبه تحرير سوق الأوراق المالية في ازدهار الاستثمار، وقد استخدمت هـذه الدراسـة المنهج التحليلي الوصفي لأسواق الأوراق المالية لدى عينة من الدول النامية مكونة مـن 11 دولة والتي قامت بتحرير أسواق الأوراق المالية لديها. وقد خلصت الدراسة إلـى أن الدول التي قامت بتحرير أسواق الأوراق المالية قد شهدت ارتفاعا ملحوظا في معـدلات نمو الاستثمار. إلا أن الدراسة توصلت في نفس الوقت إلى أن تحريـر أسـواق الأوراق المالية ذو تأثير قصير الأمد في زيادة معدلات نمو الاستثمار ولكن هذا قد لا ينطبق على المدى الطويل وفقا للأوضاع السياسية والاقتصادية وغيرها في الدولة.

ما يميز هذه الدراسة أنها الدراسة :

على حسب علم الباحث أنها الدراسة الأولى التي تدرس هذا الموضوع وبهذا العنوان (أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن) على مدى سلسلة زمنية طويلة (1980-2011)، أيضاً أنها تدرس أثر القطاعـات الموجـودة فـي السوق المالي على الإستثمار.

الفصل الثالث
واقع سوق عمان المالي

في هذا الفصل سيتم التطرق إلى واقع سوق عمان المالي ونشأته وتطوره وأقسام السوق عمان المالي وأنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق.

1.3 نشأة وتطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية

خطى سوق عمان للأوراق المالية منذ نشأته خطوات مهمة إذ حقق تقدما كبيراً في تحقيق أهدافه، مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة في العالم العربي، ومن أكثر الأسواق انفتاحا للمستثمرين الأجانب، خاصة بعد رفع سقف الملكية الأجنبية في عام (1998)، وإقرار القوانين الهادفة إلى خلق مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية.

1.1.3 نشأة سوق عمان للأوراق المالية

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمان المالي، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام (1930) كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام (1931)، وشركة الكهرباء الأردنية عام (1938)، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام (1951) كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات؛ ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعا بالحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل، وسهولته، وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب. ويعود الفضل في إنشاء سوق عمان المالي إلى الجهود التي بذلها البنك المركزي الأردني

بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation) التابعة للبنك الدولي، وذلك عند إجراء دراسات مكثفة بينت أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة يبرران أهمية إنشاء السوق المالي، وكثمرة لهذه الجهود صدر القانون المؤقت رقم (31 لسنة 1976)والذي تم بموجبه تأسيس هذا السوق، حيث باشر أعماله في الأول من كانون الثاني لعام (1978) كمؤسسة مالية عامة لها شخصيتها الاعتبارية وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري. وقد حدد القانون أهداف سوق عمان المالي فيما يلي: (موقع بورصة عمان الإلكتروني) (www.ase.com.jo)

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيههـا لخدمة الاقتصاد الوطني، وتعبئـة المـوارد الاقتـصادية المتاحـة وجـذب الاستثمارات الأجنبية.
2. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفـل سـلامة هـذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلد المالية وحماية صـغار المدخرين.
3. جمع ونشر المعلومات والإحصائيات اللازمة من خلال توفيرها من الشركات ذات العلاقة بأعمال السوق، بما يتيح للمستثمرين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بما يخدم التنمية.
4. العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتشغيلها عن طريق توزيعها على البدائل الاستثمارية الأكثر إنتاجا، لتحقيق إمكانيات تراكم رؤوس الأموال وتقوية الاقتصاد الوطني .

وقد كان من أهم التشريعات الاقتصادية التي تم اتخاذها هو إصدار قانون الأوراق المالية رقم (23 لعام1997) ، الذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية في تاريخ سوق عمان المالي والذي تم تعديله بإصدار القانون رقم (76 لعام2002) ، وقد هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم السوق واستكمال بنيته التحتية، وتم بموجبه فصل الجانب الرقابي والتشريعي الذي تقوم به هيئة الأوراق المالية عن الجانب التنفيذي الذي تقوم به كل من بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية

واللذان يعتبران مؤسستان تداران من قبل القطاع الخاص بناء على ذلك تم تقسيم سوق عمان المالي إلى ثلاث مؤسسات جديدة هي:

1. هيئة الأوراق المالية:(Securities Commission) وهـي الهيئـة الرقابيـة المنظمة للسوق، وتعتبر هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري، تعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها. كما تقوم بمراقبة نشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وهي البورصـة ومركز إيداع الأوراق المالية .بالإضافة إلى تنظيم عمليـة الإفـصاح عـن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.
2. مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center) يتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وقد باشر أعماله في أيار (1999) بهدف تحقيق الأمان في التعامل بالأوراق المالية، وتعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم وذلك بإنشاء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعمقة بتسوية عمليات التداول في السوق من خلال وضع أنظمة تتسم بالأمان.
3. بورصة عمان للأوراق المالية (Amman Stock Exchange): باشرت أعمالها في (11 آذار 1999) كمؤسسة مستقلة لها شخصية اعتبارية، وتتمتع باستقلال مالي وإداري، ولا تهدف إلى الربح، وتمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية لسنة (1997).

أقسام سوق عمان المالي:

ينقسم سوق الأوراق المالية الأردني إلى قسمين هما(موقع بورصة عمان الإلكتروني):

1. السوق الأولي: ويمثل سوق الإصدارات الجديدة مـن الأسـهم والـسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، والتي تعرض على المدخرين للاكتتـاب فيها، والتي تسهم في زيادة التكوين الرأسمالي.

2. السوق الثانوي: هو سوق التداول والذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي وفقا لأحكام القوانين والأنظمة المعمول بها، وينقسم إلى أربعة أسواق هي:

أ . السوق النظامية: والتي يقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة تحددها لجنة إدارة السوق.

ب . السوق الموازية: يتم التعامل فيها بالأوراق المالية للشركات حديثة التأسيس التي لم تحقق شروط الإدراج في السوق النظامية.

ج . سوق السندات: تشتمل السندات المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية على سندات التنمية وإسناد القرض، وأذونات الخزينة، ويعتبر هذا السوق ضيقا من حيث حجم التداول وذلك لعدم تنوع السندات فيه.

د . سوق التحويلات خارج القاعة: تكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثية، والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة.

أما الأوراق المالية التي يتم التداول بها في بورصة عمان فتتمثل في أسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية، وسندات وأذونات الخزينة، وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة.

أنواع الأوراق المالية:

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك إسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، فان تعريف الأوراق المالية يشمل

1- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول

2- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات

3- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية

4- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار

5- إسناد خيار المساهمة

6- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية

7- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع

8- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية

2.1.3 تطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية:

حقق سوق عمان للأوراق المالية منذ إنشائه عام (1978) ولغاية اليوم تطورات هامة في نشاطه والذي تعكسه العديد من المؤشرات والتي من بينها(الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم)، بالرغم من تسجيله لبعض حالات التراجع والتي تعزى للظروف السياسية والاقتصادية التي عرفتها المنطقة والتي انعكست على الاقتصاد الأردني بشكل عام، وعلى سوق عمان للأوراق المالية بشكل خاص، وعلى الرغم من ذلك تمكن السوق من تجاوز هذه الظروف وحقق أداء مميزا وهذا ما يمكن ملاحظته في الجدول رقم (2) والجدول رقم (3).

تطور الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم:

تعتبر الأرقام القياسية لأسعار الأسهم من أهم المؤشرات في الأسواق المالية، حيث تبدي فكرة عامة عن اتجاه السوق، وتدل على مستويات الأسعار، وتحديد الاتجاه العام لها، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. ولقد بدأ سوق عمان المالي منذ عام (1980) باحتساب رقم قياسي عام غير مرجح لأسعار الأسهم من خلال اختيار عينة مكونة من (38) شركة من كافة القطاعات، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من

كانون الثاني (1980) كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي بمقدار (100 نقطة)، علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات المتمثلة في قطاع البنوك والشركات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة.

غير أنه وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام(1992) باحتساب رقم قياسي جديد مرجع بالقيمة السوقية، وتم تحديد (31كانون الأول1991) كفترة أساس ليكون الرقم القياسي هو (100 نقطة) (تم تغييره إلى 1000 نقطة اعتبارا من بداية عام 2004)، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق، وتم زيادتها إلى ستين شركة في عام (1994) والى سبعين شركة في عام(2001)، وإلى مئة شركة في عام (2007)، ولاختيار هذه العينة تم اعتماد خمس معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، حيث تمثلت هذه المعايير في القيمة السوقية للشركة، وعدد أيام التداول، ومعدل دوران السهم، وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

ويتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي تكون ضمن العينة، ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل (3أشهر) من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة، أو شطب إدراج هذه الشركات، ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم، وذلك حتى تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط) موقع بورصة عمان الإلكتروني).

يلاحظ من الأرقام الواردة في الجدول رقم (1) أن الرقم القياسي ارتفع من (757.5) نقطة عام (1980) إلى (4648.4) نقطة عام (2011)، أي أنه تضاعف أكثر من ست مرات، وبالتالي الاتجاه العام لحركة الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم هو الارتفاع خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (2)

تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للفترة (1980-2011)

السنة	الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم *(نقطة)	معدل التغير %	السنة	الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم *(نقطة)	معدل التغير %
1980	757.5		1996	1534.6	-3.6
1981	1201.8	58.7	1997	1692.4	10.3
1982	1382.5	15.0	1998	1701.3	0.5
1983	1042.1	-24.6	1999	1673.5	-1.6
1984	811.8	-22.1	2000	1330.5	-20.5
1985	786.0	-3.2	2001	1727.2	29.8
1986	723.5	-8.0	2002	1700.2	-1.6
1987	796.9	10.1	2003	2615.0	53.8
1988	845.1	6.1	2004	4245.6	62.4
1989	932.7	10.4	2005	8191.5	92.9
1990	804.3	-13.8	2006	5518.1	-32.6
1991	1000.0	24.3	2007	7519.3	36.3
1992	1299	29.9	2008	6243.1	-17.0
1993	1585	22.0	2009	5520.1	-11.6
1994	1436	-9.4	2010	5318.0	-3.7
1995	1591.7	10.8	2011	4648.4	-12.6

المصدر: موقع بورصة عمان الالكتروني، بيانات إحصائية سنوية، أما النسب المئوية تم حسابها من قبل الباحث

* هذا الرقم محسوب بناء على الأسس المتبعة في عام2004 ،)إغلاق كانون الأول 1991=1000).

بناءاً على الجدول أعلاه يتضح أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم حقق نجاحـا ملحوظا على المستوى العام منذ تأسيسه حتى عام (1982) والتي تمثل فترة انتعاش اقتصادي، فقد تحقق أعلى رقم قياسي عام (1981) حيث ارتفع من (757.5) نقطة عام (1980) إلى (1201.8) نقطة عام (1981) بزيادة نسبتها (58.7%) وذلـك بسبب الإقبال الشديد على التداول بالأوراق المالية المتوفرة في السوق، الأمر الـذي

أدى إلى زيادة حجم طلبات الشراء، وعدم توفر عروض بيع بنفس الحجم ممـا أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

إلا أن الفترة (1983-1986) أظهرت النتائج بعض مظاهر الركود التي حلت بالسوق والتي سجلت معدلات نمو سالبة، حيث أظهرت البيانات تراجعا في نـشاط قطاعي البنوك والخدمات، في حين توقف هذا التراجع في قطاعي التأمين والصناعة في نهاية عام (1985)، وانخفض الرقم القياسي لأسعار الأسـهم مـن (1382.5) نقطة عام (1982) إلى (1042.1) نقطة عام (1983) ليسجل انخفاضـا قـدرت نسبته (24.6%) إلى أن وصل إلى أدنى مستوى له في تلك الفترة في عام (1986) حيث انخفض إلى (723.5) نقطة، ولا شك أن للحرب العراقية الإيرانية، وأحـداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط وانعكاس ذلك على تحويلات العاملين الأردنيين فـي الخارج، كل ذلك كان له اثر سلبي على نشاط السوق في تلـك الفتـرة (الخطيـب والشرع، 1994) كما يعزى التراجع في الرقم القياسي إلى ارتفاع أسـعار الفائـدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة، والتي ارتفعت من (6%) عـام (1982) إلى (8%) عام (1986) وهذا ما شجع الأفراد علـى توجيـه اسـتثماراتهم مـن البورصة إلى الادخار في البنوك التجارية.(شراطي، 2011)

وبعد الانخفاض الذي شهده الرقم القياسي في الفترة السابقة، فقد شهدت الفترة (1987-1989) ارتفاعا ملحوظا في الرقم القياسي العـام والقطـاعي بـدرجات متفاوتة باستثناء قطاع التأمين الذي شهد ارتفاعا في عامي (1987)و(1988) ثـم تراجعا في عام (1989)، فقد ارتفع الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم فـي عـام (1987) بنسبة مئوية تفوق عام (1986) بنسبة (10.1%) إلى أن بلـغ (932.7) نقطة عام (1989) ويمكن أن نرجع هذا التحسن إلى النمو في حركة التعامل فـي السوق نتيجة الإجراءات الاقتصادية النقدية منها والمالية التـي اتخـذتها الحكومـة الأردنية خلال هذه الفترة والتي هدفت إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي وإعـادة التوازن لموازنة الدولة وميزان المدفوعات والتوجه نحو زيادة الادخار والاسـتثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى التذبذبات التي حدثت فـي أسـعار صرف العملات الأجنبية وما حدث في سوق الصرف الأردني نتيجة الـضغوطات

الكبيرة التي تعرض لها الدينار الأردني عام (1988)، والتي نتج عنها بداية إقبـال المستثمرين على اقتناء العملات الأجنبية حتى ارتفعت أسعارها إلى مستوى عـالي جدا مما حفز المستثمرين إلى التحول للاستثمار في الأوراق المالية. (تقريري سوق عمان المالي 1988، 1989)

أنه في عام (1990) تراجع السوق ليسجل انخفاضـا نـسبته (-13.8) مـع انخفاض في الرقم القياسي لأسعار الأسهم لجميع القطاعات، وذلك بسبب تفاقم أزمة المديونية الخارجية الأردنية، وأحداث حرب الخليج الثانية التي أثرت على الاقتصاد الأردني بشكل عام وألحقت به خسائر مادية كبيرة .إلا أن الاقتصاد الأردني وبفضل الإصلاحات الهيكلية التي تم اتخاذها في إطار برامج التصحيح الاقتصادي، استطاع أن يتجاوز الإنعكاسات السلبية لتلك الأحداث، الأمر الذي أدى إلى ظهـور بـوادر التحسن في أداء السوق في الفترة (1991 – 1993) حيث حقق الـرقم القياسـي معدلات ارتفاع بمقدار(24.3%،29.9 %، 22%) في الأعوام(1991، 1992 1993)على التوالي، وقد ساهم كل من انتهاء أزمة الخليج وزيادة حجـم الـسيولة الناجمة عن عودة الأردنيين العاملين في دول الخليج واستثمار ما لديهم في المملكة في تحسن السوق. وما لبث السوق عام (1994) أن تراجع بسبب ارتفاع معدلات الفائدة عمى الودائع وأدوات الدين، إضافة إلى النشاط الكبير في الـسوق الثانويـة للفترة (1991-1993) والذي رافقه ارتفاع في أسعار الأسهم مما حفز الـسوق الأولية عام (1994) لإصدار أسهم جديدة، حيث حققت تلك الإصـدارات أرقامـا قياسية لم يشهدها السوق منذ تأسيسه، الأمر الذي أدى إلى امتصاص جزء كبير من السيولة.

ولقد عرف الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم تذبذبا في النصف الثاني مـن عقد التسعينات والذي يعود جزئيا إلى التذبذب في الرقم القياسي لبعض القطاعات، فقد ارتفع الرقم القياسي في عام (1995) إلى (1591.7) نقطة بسبب التحسن في قطاع الصناعة، وتوقيع معاهدة السلام بين الأردن وإسرائيل عام (1994) والتـي عززت الثقة في المنطقة بشكل عام وفي الأردن بشكل خاص، بالإضافة إلى قيـام الحكومة باستحداث قانون الاستثمار لعام (1995)، ليعرف انخفاضا عام (1996)

بنسبة (3.6%) ذلك بسبب تدهور عملية السلام، وبداية الإحبـاط والتـشاؤم فـي المنطقة العربية، وتراجع معدلات الاستثمار نظرا للخوف الكبير جراء هذا الحدث. ومن ثم عاد الرقم القياسي إلى الارتفاع عام (1997) بنـسبة (10.3%) مقارنـة بالعام السابق بسبب التحسن الذي طرأ على قطاعات التأمين والخدمات والبنـوك، وتوقيع اتفاقية الشراكة الأردنية الأوروبية، وإصدار قانون الأوراق المالية وقانون الشركات، ولكنه لم يحقق في عام (1998) إلا ارتفاعـا بـسيطا بنـسبة (0.5%) ليتراجع عام (1999) بنسبة انخفاض (-1.6%) يتبعها بعد ذلك انخفاضا حادا عام (2000) وصل إلى مستوى (1330.5) نقطة بمعدل انخفاض (-20.5%) وذلك نتيجة لتعثر عملية السلام، والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية في نهاية ذلك العام)تقارير سوق عمان المالي1996،1997)، ونتيجة للسياسات التي اتخذتها الحكومة والتي هدفت إلى تعزيز المناخ الاستثماري فـي الأردن، وزيـادة النمـو الاقتصادي والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار الأردني، وتخفيض أسعار الفائدة، والمحافظة على عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيـادة الانفتاح على العالم ونجاح الأردن في إنجاز مشاريع الاتفاقيات الحرة مع الولايات المتحدة وأوروبا، والانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، والاستمرار في تطبيق برامج التخاصية، والتطورات التكنولوجية التي شيدتها البورصة في زيادة الثقة في سوق المال الأردني، وتحسن أرباح الشركات المساهمة العامة، وصدور قانون جديد للأوراق المالية رقم (76) لعام (2002)، الأمر الذي انعكس إيجابياً علـى الـرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث شهدت الفترة (2001-2005) ارتفاعـا فـي هـذا المؤشر باستثناء عام (2002) الذي سجل انخفاضا طفيفا بمعدل (-1.6%) بـسبب الظروف السياسية المحيطة بالعراق.

وقد عرف عام (2006) أعلى معدل انخفاض في الرقم القياسي خلال فتـرة الدراسة والذي قدر بنسبة (-32.6%) وذلك بسبب الحركة التصحيحية للبورصـة التي أدت إلى انخفاض أسعار الأسهم في جميع القطاعات، ومن ثم انخفاض الـرقم القياسي العام، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع لأجل من (3.52%) عام (2005) إلى (5.13%) عام (2006) مما شجع المـستثمرين علـى إيـداع

أموالهم في البنوك بدلا من الاستثمار في الأوراق المالية، ليرتفع بعـد ذلـك مـن (5518.1) نقطة عام (2006) إلى (7519.3) نقطة عام (2007) بمعـدل نمـو (36.3%)، ويعاود الانخفاض في الأعـوام (2008 و 2009 و2010) بمعـدل (17%-، 11.6%-، 3.7%-) على التوالي بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أثرت سلبا على نفسية المستثمرين حيث زادت من حالات التشاؤم لديهم، كما أدت إلى تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية بحيـث أصبحت مبيعات هذا الاستثمار تتفوق على مشترياته، بالإضافة إلى تأثيرها السلبي على ربحية الشركات المدرجة في السوق والتي أدت إلى انخفاض أسعار أسهمها.

2. تطور حجم التداول

يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في سـوق عمـان للأوراق المالية، فهو يعطي فكرة عامة عن قوة أو ضعف سوق الأوراق الماليـة، فزيادة حجم التداول تدل على تفاؤل المستثمرين، وانخفاضه يدل علـى تـشاؤمهم، وغالباً ما يبني المضاربون قراراتهم الاستثمارية عليه (شراطي، 2011).

يبين الجدول رقم (3) حجم التداول الكلي بالدينار خلال فترة الدراسة، حيـث ارتفع حجم التداول من (41.43) مليون دينـار عـام 1980 إلـى (11423.17) مليون دينار عام 2011، بتضاعف مقداره (275) مرة تقريباً، بمتوسط نسبة نمـو (39.17%) سنوياً

الجدول رقم (3)

تطور حجم التداول للفترة (1980-2011)

السنة	حجم التداول (مليون دينار)	معدل التغير %	السنة	حجم التداول (مليون دينار)	معدل التغير %
1980	41.43	-	1996	248.58	-40.67
1981	75.42	82.03	1997	355.24	42.91
1982	128.29	70.11	1998	464.37	30.72
1983	141.43	10.24	1999	389.48	-16.13
1984	59.32	-58.06	2000	334.72	-14.06
1985	66.73	12.50	2001	668.65	99.76
1986	69.52	4.18	2002	950.27	42.12
1987	148.18	113.14	2003	1855.18	95.23
1988	132.63	-10.50	2004	3793.25	104.47
1989	367.59	177.16	2005	16871.05	344.76
1990	268.89	-26.85	2006	14209.87	-15.77
1991	302.84	12.63	2007	12348.10	-13.10
1992	886.95	192.88	2008	20318.01	64.54
1993	968.61	9.21	2009	9665.31	-52.43
1994	495.08	-48.89	2010	10221.43	5.75
1995	418.96	-15.37	2011	11423.17	11.76

يلاحظ من الجدول أعلاه أن حجم التداول خلال الفترة (1980-1983) بـدأ بالارتفاع التدريجي من (41.43) مليون دينار ليصل إلى (141.43) مليون دينار، وذلك نتيجة تحسن الأوضاع الاقتصادية التي أدت إلى إحداث تغيرات على نـشاط السوق والتي جعلته أكثر أهمية في النشاط الاقتصادي المحلي. وفي عـام (1984) عرف حجم التداول أعلى معدل انخفاض خلال فترة الدراسة حيث انخفـض مـن (141.43) مليون دينار عام (1983) إلى (59.32) عام (1984)، ورافقه في ذلـك انخفاض مماثل في عدد الأسهم وعدد العقود المبرمة، ويرجع السبب في ذلك إلـى حالة الركود الاقتصادي التي شهدها الأردن، وتراجع حجـم المـساعدات الماليـة العربية، وانخفاض أسعار النفط وانعكاس ذلك على تحويلات العاملين في الخـارج، بالإضافة إلى أحداث الحرب العراقية الإيرانية، بعد ذلك شهد حجم التداول ارتفاعـاً ملحوظاً في الفترة (1985-1987) حيث حقق عام (1987) نسبة ارتفـاع بلغـت

(113.14%) عن العام الذي سبقه، وكان ذلك نتيجة الجهود التي قامت بها الحكومة والتي تمثلت بالدعم الحكومي لقطاعات الإنتاج المحلي، وتشجيع الـصادرات عـن طريق الحوافز الضريبية، وزيادة الرسوم الجمركية على السلع المستوردة، غير أن هذا الانتعاش لم يدم طويلاً حيث شهد عام (1988) تراجعاً في حجم التداول بسبب انهيار قيمة الدينار الأردني، ومرور الاقتصاد الأردني بظروف مالية صعبة، حيث بلغ معدل التراجع (-10.50%) الأمر الذي اضطر الحكومة الأردنية إلـى اتخـاذ إجراءات اقتصادية تمثلت في فرض الحماية الجمركية لبعض الصناعات، وإعطـاء مرونة أكبر لسعر الصرف وتعويم أسعار الفائدة، ونتيجة لهذه الإجراءات عاد حجم التداول بالارتفاع عام (1989) بمعدل نمو بلغ (177.16%) بالمقارنـة مـع العـام السابق، ثم عاد لينخفض عام (1990) وذلك بسبب حرب الخلـيج وتفـاقم أزمـة المديونية الخارجية التي أدت إلى ضعف الإقبال على الاستثمار في سـوق عمـان المالي، وذلك بسبب المتعاملين في الأوراق المالية من التدخل الحكومي في سياسات سوق عمان المالي.

وخلال الفترة (1991-1993) شهد حجم التداول ارتفاعاً كبيراً، حيث حقق أعلى معدل نمو في عام (1992) وصلت إلى (192.88%)، وفي عـام (1993) وصل معدل النمو إلى (9.21%) عن السنة التي سبقتها، بعد ذلك وخـلال الفتـرة (1994-1996) شهد حجم التداول تراجعا شديداً حيث كانت معدلات النمو سـالبة خلال تلك الفترة إذ وصلت إلى (-48.89%) عام (1994)، ثـم (-15.37%) عـام (1995)، ثم (-40.67%) عام (1996)، ويعزى السبب في ذلك إلى ارتفاع نـسبة الفائدة على الودائع، وكذلك ارتفاع الوسط المرجح لأسعار الفائدة على التـسهيلات الائتمانية الممنوحة على شكل قروض وسلف.

وفي عامي (1997،1998) ارتفع حجم التـداول ليـصل إلـى (42.91%) و(30.72%) على التوالي وذلك نتيجة للتحسن في أداء الاقتصاد الأردني وزيـادة المدخرات المحلية، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي فـي سوق عمان المالي. أما في عامي (1999، 2000) عاد الانخفاض بسبب الظروف السياسية الصعبة التي عاشتها الأردن إذ وصل معدل النمـو عـام (2000) إلـى

(-14.06%). ومنذ عام (2000) حتى عام (2005) شهد حجم التداول ارتفاعـات متتالية كبيرة، حيث حققت أعلى نسبة نمو خلال فترة الدراسة عام (2005) وكانت (344.76%) وقد كان السبب وراء ذلك تحسن الاقتصاد الأردني بشكل ملحوظ مما أدى إلى تحسن أداء الشركات المساهمة العامة، بالإضافة إلـى صـدور القـوانين والتشريعات الجديدة كصدور قـانون الأوراق الماليـة رقـم (76 لـسنة 2002)، والتطورات التي شهدها السوق فيما يخص تطبيق الأنظمة الإلكترونية والتـي نـتج عنها توفير المعلومات الضرورية والرقابة الفاعلة على عمليات التداول، والـسرعة في إنجاز المعاملات، مما هيأ المناخ للاستثمار في السوق المالي.

أما التراجع في حجم التداول الذي حدث عامي (2006، 2007) فقـد كـان نتيجة للحركة التصحيحية التي حدثت في سوق عمـان المـالي والتـي أدت إلـى انخفاض حجم التداول، وكذلك ارتفاع أسعار الفائدة على الودائـع. وبـالرغم مـن تداعيات الأزمة المالية العالمية إلا أن السوق المالي تمكن من تحقيق نمـو موجـب قدر بنسبة (64.54%)، وبسبب زيادة عروض بيع الأسهم نتيجة للتخـوف الكبيـر الذي سيطر على المستثمرين، شهد حجم التـداول عـام (2009) انخفاضـاً قـدر بنسبة(-52.43%)، ثم عاود الارتفاع في العامين (2010، 2011) ليصل معـدل النمو عام (2011) إلى (11.76) (تقارير هيئة الأوراق الماليـة، 2006، 2007، 2008، 2009، 2010، 2011).

الفصل الرابع

الجانب التطبيقي للدراسة ومناقشة النتائج والتوصيات

1.4 وصف متغيرات نموذج الدراسة:

لدراسة أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن فقد تم اختيار بعض المتغيرات الاقتصادية من خلال نموذج (vector Auto Regression) لتصف هذا التأثير على النحو الآتي:

1. **الاستثمار**: يعتبر الاستثمار أحد المتغيرات الاقتصادية الكلية المهمة التي تصف بشكل واضح النمو الاقتصادي للدولة ويعبر عن توظيف الأموال التي تزيد عن الحاجة بهدف تحقيق الأرباح وزيادة الطاقة الإنتاجية ورفع مستوى الإنتاجية على النطاق الوطني.
2. **سعر الفائدة على الودائع لأجل:** تعتبر الودائع من العناصر المكونة للمحفظة الاستثمارية، وبديلاً استثماريا قليل المخاطرة مقارنةً بالأسهم، ولأن سعر الفائدة على الودائع من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على القرار الاستثماري وكيفية استخدام الأموال في مجالات الادخار والاستثمار.
3. **حجم التداول في سوق عمان المالي:** يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان المالي، ويكمن السبب في استخدام حجم التداول كمتغير في الدراسة، باعتباره مؤشراً هاماً يعكس حجم السيولة في سوق الأوراق المالية، فهو يعبر عن نشاط السوق ومن ثم يأخذه المستثمر بعين الاعتبار.
4. **حجم التداول في القطاع المالي:** يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في القطاع المالي في سوق عمان المالي، ويكمن السبب في استخدام حجم التداول كمتغير في الدراسة، باعتباره مؤشراً هاماً يعكس حجم سيولة القطاع المالي في سوق الأوراق المالية، فهو يعبر عن نشاط القطاع المالي ومن ثم يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري.
5. **حجم التداول في القطاع الصناعي:** يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في القطاع الصناعي في سوق عمان المالي، ويكمن السبب في

استخدام حجم التداول في القطاع الصناعي كمتغير في الدراسة، باعتباره مؤشراً هاماً يعكس حجم السيولة في القطاع الصناعي في سوق الأوراق المالية، فهو يعبر عن نشاط القطاع الصناعي ومن ثم يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري.

6. **حجم التداول في قطاع الخدمات:** يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في قطاع الخدمات في سوق عمان المالي، ويكمن السبب في استخدام حجم التداول في قطاع الخدمات كمتغير في الدراسة، باعتباره مؤشراً هاماً يعكس حجم السيولة في قطاع الخدمات في سوق الأوراق المالية، فهو يعبر عن نشاط قطاع الخدمات ومن ثم يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري ويتم استخدام بيانات حجم التداول بالأسعار الثابتة.

2.4 نموذج الدراسة:

سيتم تحليل أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن من خلال نموذج الانحدار الذاتي (VAR) حيث تعمل النماذج النظرية على الربط بين المتغيرات الداخلية (endogenous) والمتغيرات الخارجية (exogenous) وهي المتغيرات التوضيحية داخل النموذج، من المعلوم أن المتغيرات الاقتصادية تتأثر بالحالة الاقتصادية الكلية، وأن هنالك تأثير نسبي من خلال تفاعل جملة من المتغيرات المترابطة مع بعضها البعض .وعليه لا تصبح المتغيرات معطاة (as given) وهذا يوصلنا إلى أن جميع المتغيرات من الممكن أن تصبح متغيرات داخلية (endogenous) وبالتالي من الممكن التعبير عن هذه الحالة الاقتصادية بالصيغة القياسية المثلى من خلال نموذج (VAR) المختزل على النحو التالي (Bendini, 2000):

$$Y_t = A_1Y_{t-1} + A_2Y_{t-2} + \ldots + A_nY_{t-n} + U_t$$

حيث:

Y_t = { It IRDt GTVt FINSt INDSt SERVt }

Ai: مصفوفة المعاملات.

U_t: مصفوفة الخطأ العشوائي.

t: الزمن.

n: عدد فترات التباطؤ الزمني.

وتم اختيار متغيرات الدراسة بما ينسجم مع النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة وحسب النماذج التالية:

$I_t = \alpha_0 + \alpha_1 GTV_t + \alpha_2 IRD_t + U_1$... **(1)**

ويقيس هذا النموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الودائع على الاستثمار.

$I_t = \beta_0 + \beta_1 FINS_t + \beta_2 INDS_t + \beta_3 SERVS_t + U_2$....**(2)**

والذي يقيس اثر القطاعات (المالي، والصناعي، والخدمات) على الاستثمار.

حيث:

I_t : الاستثمار

GTV_t : حجم التداول في سوق عمان المالي

IRD_t : سعر الفائدة على الودائع لأجل.

$FINS_t$: حجم التداول في القطاع المالي.

$INDS_t$: حجم التداول في القطاع الصناعي.

$SERVS_t$: حجم التداول في قطاع الخدمات.

U_i : مقدار الخطأ في التقدير.

ولدراسة هذه النماذج تم الاستعانة بالاختبارات التالية:

4. 2. 1 اختبار جذر الوحدة Unit Root Test:

قبل الشروع في تحليل البيانات لابد من اختبار استقرار السلاسل الزمنية، تجنبا لظهور مشكلة الانحدار الزائف والذي يعطي قيمة مرتفعة لمعامل التحديد R^2 وزيادة المعنوية الإحصائية للمعلمات المقدرة مع وجود ارتباط سلسلي ذاتي واضح من خلال قيمة D-W.

وتكون السلسلة الزمنية للمتغيـر x_t مـستقرة إذا حققـت الـشروط التاليـة، (Greene,2003)

1. ثبات الوسط الحسابي للمتغير x_t عبر الزمن، $E(x_t) = \mu$
2. ثبات التباين عبر الزمن، $var(x_t)= \sigma^2$
3. يعتمد الارتباط البسيط بين المتغيرين x_t و x_{t-k} على طول فترة الإبطاء،

$$cov(x_t , x_{t-k}) = cov(x_t , x_{t+k}) = \gamma_k$$

حيث تشير K إلى عدد فترات الإبطاء.

وللكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية يتم استخدام عدة اختبارات ومنها اختبار Decay- Fuller(D-F) والذي يعتمد على تقدير النموذج التالي:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad ; \ \rho \in [-1 , 1 \ ]$$

وإذا أُخذ الفرق الأول لطرفي المعادلة، نحصل على الشكل التالي:

$$Y_t - Y_{t-1} = \rho Y_{t-1} - Y_{t-1} + U_t$$

$$Y_t = \delta Y_{t-} + u_t \Delta \ ; \ \delta = \rho -1$$

ويتم اختبار الفرضية العدمية H_0 التي تنص على وجود جذر الوحدة وبالتالي عدم سكون السلسلة الزمنية، مقابل الفرضية البديلة H_1 والتي تنص على سكون السلسلة الزمنية، كما

$$H_0: \delta = 0$$

$$H_1: \delta < 0$$

ولكن، يحدث أن تكون هناك مشكلة ارتباط ذاتي في الحد العشوائي أو ما يعرف بـ (Serial Correlation) وبالتالي نلجأ لاختبار ديكي – فولر الموسع Augmented Decay-Fuller (ADF) والذي يعتمد على تقدير النموذج التصحيحي التالي (Guajarati , Porter , 2009):

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \qquad Y_{t-i} + \varepsilon_i$$

حيث يعتبر Y_t عن متغيرات الدراسة في الزمنT، ε_i حد الخطأ، وتشير m إلى عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ ε.

وتظهر نتائج اختبار ديكي– فولر الموسع (ADF) حسب الجدول رقم (4)أن المتغيرات استقرت على مستويات مختلفة، حيث استقرت المتغيرات حجم التداول

لسوق عمان المالي، القطاع الصناعي، قطاع الخدمات (GTV, INDS, SERVS) على مستواها الأصلي، بينما استقرت المتغيرات الاستثمار وسعر الفائدة على الودائع والقطاع المالي (I, FINS, IRD) على الفرق الأول، حيث كانت القيمة المحسوبة (المطلقة) أكبر من الحرجة،

الجدول رقم (4)

اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) للسكون

المستوى				الفرق الأول			
المتغير	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة	القرار	المتغير	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة	القرار
I	0.145851	-2.627420	غير مستقر	I	-4.784071	-3.699871	مستقر*
GTV	-3.768314	-3.689194	مستقر*	-			
IRD	-2.188796	-2.621007	غير مستقر	IRD	-4.236838	-3.689194	مستقر*
FINS	-2.920134	-2.619160	غير مستقر	FINS	-6.512446	-3.670170	مستقر*
INDS	-4.947755	-3.711457	مستقر*	-			
SERVS	-4.796306	-3.711457	مستقر*	-			

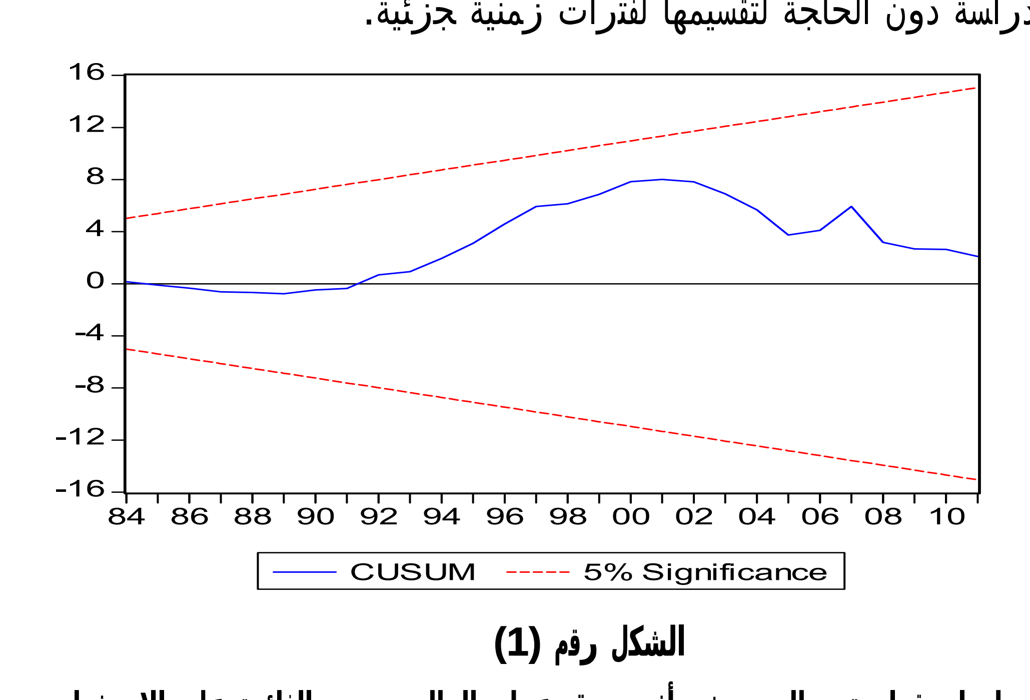
*: مستقر عند 1%،

4. 2. 2 اختبار كوزم للاستقرارية Cusum Stability Test:

إذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة، وبدا من خلال شكل المتغيرات تغيرا في سلوكها عبر الزمن، فمن الضروري التأكد من عدم وجود تغير هيكلي (Structural Change) في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة، أي التأكد من عدم وجود قفزات أو تغيرات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن. وتظهر نتائج هذا الاختبار من خلال شكل منحنى نموذج مقدر بواسطة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية، فإذا كان المنحنى ضمن مجال انحرافين معياريين (±2 S.E) طوال فترة الدراسة فهذا يعني أن المعلمات مستقرة على طول الفترة وبالتالي تقدير معلمات النموذج دون الحاجة لتجزئتها (Greene,2003).

ويظهر الشكل رقم (1) أن معالم نموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار مستقرة ولا تعاني من تغيرات هيكلية تؤدي لحدوث تغيرات أو قفزات مفاجئة في النموذج القياسي. حيث أن منحنى البواقي يقع ما بين خطي فترات الثقة (خطي الانحراف المعياري) مما يثبت صحة استقرارية البيانات على مستوى

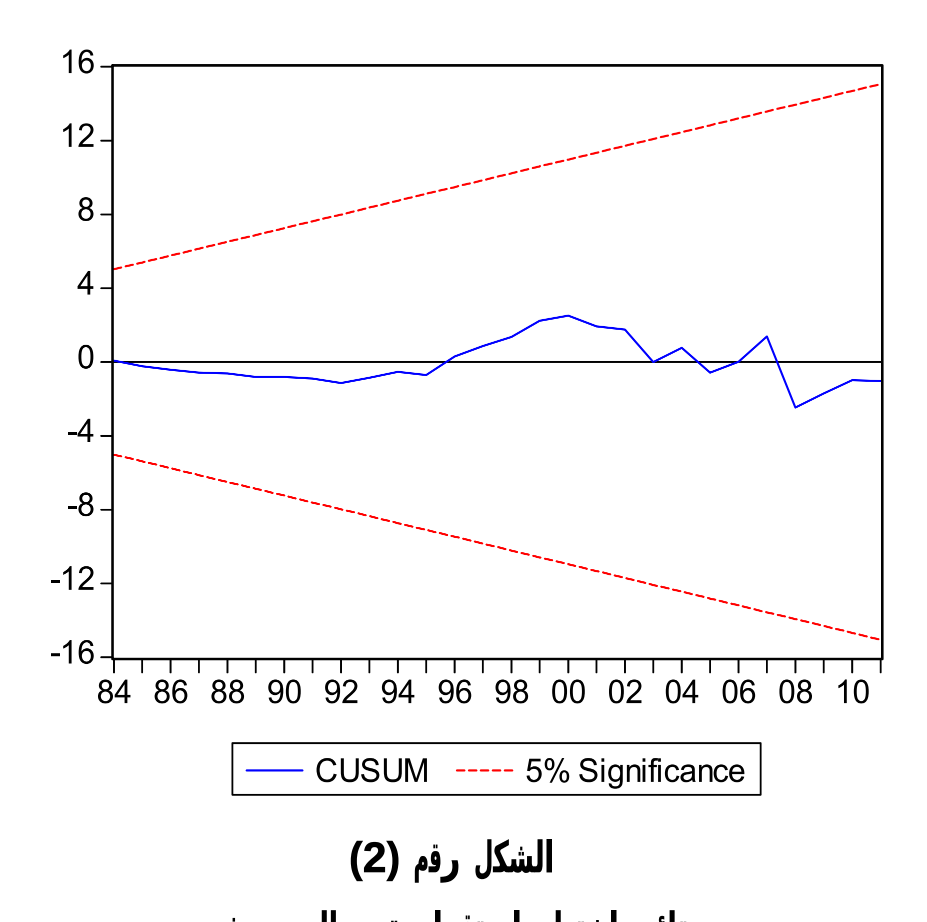
معنوية 5%، وبالتالي سيتم إجراء الاختبارات الأخرى على كامل الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة دون الحاجة لتقسيمها لفترات زمنية جزئية.



الشكل رقم (1)

نتائج اختبار استقرارية معالم نموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار

أما بالنسبة لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار فيظهر الشكل رقم (2) أن معالم النموذج مستقرة ولا تعاني من تغيرات هيكلية تؤدي لحدوث تغيرات أو قفزات مفاجئة في النموذج القياسي. حيث أن منحنى البواقي يقع ما بين خطي فترات الثقة (خطي الانحراف المعياري) مما يثبت صحة استقرارية البيانات على مستوى معنوية 5%، وبالتالي سيتم إجراء الاختبارات الأخرى على كامل الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة دون الحاجة لتقسيمها لفترات زمنية جزئية.



الشكل رقم (2)

نتائج اختبار استقرارية معالم نموذج

أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الإستثمار

4. 2. 3 اختبار العدد الأمثل لفترات التباطؤ:

يعنى هذا اختبار بتحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني الكافية لإزالة أي ترابط متسلسل في البواقي، ويتم ذلك من خلال اختبارات متعددة، منها: (2004، Shewhart)

1. معيار أكايك (Akaike Information Criterion) (AIC)، ويعتمد على اختبار ما يعرف بـ (Likelihood Ratio Test)، بحيث يتم اختيار عدد المتباطئات والتي تعطي أقل قيمة لـ (AIC).
2. معيار سشيوارتز (Schwartz's Information Criterion)(SC) ويعتمد كما في المعيار السابق ويتم اختيار عدد المتباطئات والتي تعطي أقل قيمة لـ (SBC).

وتظهر نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار كما في الجدول رقم (5)، أن أربع اختبارات من أصل

خمس اختبارات أشارت إلى أن العدد الأمثل لفترات التباطؤ هي (7) فترات وهي اختبارات (HQ ،FPE ،SC،AIC) في حين أظهرت نتائج اختبار(LR) إلى أن العدد الأمثل من فترات التباطؤ هو (6) فترات ولأن (7) فترات تباطؤ تعد كبيرة بالنسبة لسلاسل زمنية سنوية حسب اختبار Akaike وSC لذلك نلجأ لاختبار استثناء فترات التباطؤ لتحديد العدد الأمثل لعدد فترات التباطؤ.

الجدول رقم (5)

نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ

لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.98e+13	39.13018	39.27644	39.17075
1	75.65424	1.12e+12	36.24760	36.83266	36.40987
2	20.29521	7.72e+11	35.84009	36.86394	36.12406
3	32.88745	1.95e+11	34.36759	35.83024	34.77327
4	16.36097	1.25e+11	33.72417	35.62562	34.25155
5	11.07174	1.08e+11	33.21398	35.55422	33.86306
6	17.91735*	2.28e+10	30.94776	33.72679	31.71854
7	13.34271	2.61e+09*	27.22019*	30.43802*	28.11268*

حيث

(*) : تعني عدد فترات التباطؤ الزمني التي اختارها المعيار.

LR : تعني معيار نسبة الإمكانية.

FPE : تعني معيار خط التنبؤ النهائي.

AIC : تعني معيار أكايك.

SC : تعني معيار شوارتز.

HQ : تعني معيار هانان -كوين.

ويظهر اختبار استثناء فترات التباطؤ لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الإستثمار كما في الجدول رقم (6) أنه يمكن قبول استخدام فترة تباطؤ زمني واحدة من خلال قيمة χ^2 كفترة تباطؤ مثلى على مستوى معنوية يقل عن 1%.

الجدول رقم (6)

اختبار استثناء فترات التباطؤ لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار

	I	GTV	IRD	χ^2
Lag 1	115.0024	112.9261	97.18321	362.0526
	[0.000000]	[0.000000]	[0.000000]	[0.000000]

أما بالنسبة لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار فتظهر نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ له كما في الجدول رقم (7)، أن أربع اختبارات من أصل خمس اختبارات أشارت إلى أن العدد الأمثل لفترات التباطؤ هي (5) فترات وهي اختبارات (SC،AIC، FPE، HQ) في حين أظهرت نتائج اختبار(LR) إلى أن العدد الأمثل من فترات التباطؤ هو (3) فترات ولأن (5) فترات تباطؤ تعد كبيرة بالنسبة لسلاسل زمنية سنوية حسب اختبار Akaike وSC لذلك نلجأ لاختبار استثناء فترات التباطؤ لتحديد العدد الأمثل لعدد فترات التباطؤ.

الجدول رقم (7)

نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.55e+22	62.44576	62.63774	62.50285
1	68.13750	2.33e+21	60.53379	61.49367	60.81921
2	114.1406	1.47e+19	55.37783	57.10561	55.89159
3	51.83095*	1.51e+18	52.86081	55.35649	53.60291
4	17.67887	1.45e+18	52.27811	55.54169	53.24854
5	18.28692	7.50e+17*	50.41547*	54.44696*	51.61424*

ويظهر اختبار استثناء فترات التباطؤ كما في الجدول رقم (8) أنه يمكن قبول استخدام فترتي تباطؤ زمني إثنتين من خلال قيمة χ^2 كفترة تباطؤ مثلى على مستوى معنوية يقل عن 1%.

الجدول رقم (8)

اختبار استثناء فترات التباطؤ لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار

	I	FINS	INDS	SERVS	χ^2
Lag 1	102.4362	7.511257	84.56708	124.7963	637.2978
	[0.000000]	[0.111214]	[0.000000]	[0.000000]	[0.000000]
Lag 2	47.59274	1.874426	81.31686	71.55290	1049.929
	[1.15e-09]	[0.758841]	[1.11e-16]	[1.07e-14]	[0.000000]

4. 2. 4 اختبار السببية:

يستخدم هذا الاختبار لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات المستخدمة في النموذج، فإذا كان المتغير (X) يؤثر في المتغير (Y)، يعني ذلك أن المتغير (X) يحوي معلومات ذات قوة تفسيرية أكثر من المتباطئات الزمنية للمتغير (Y)، وبهدف اختبار وجود العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة يتم الاستعانة بالصيغة التالية وتقديرها: (Engle and Granger,1987)

$$Y_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta X_{t-1} + u_t$$

ويتم اختبار الفرضية الصفرية: $(H_0{:}\beta_1=\beta_2=\beta_3=\ldots=\beta_n=0)$ مقابل الفرضية البديلة: $(H_1{:}\ \beta_1 \neq 0,\ \beta_2 \neq 0 \ldots\ \beta_n \neq 0)$ ويتم تحديد وجود علاقة من خلال قيمة (F)، المعطاة في نتائج الاختبار، ويتم مقارنة القيمة المحسوبة (المطلقة) لـ (F)، مع القيمة الجدولية (الحرجة) لها. ويتم رفض الفرضية الصفرية إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من تلك الجدولية. وإذا قبلت الفرضية الصفرية فهذا يعني أن (X) لا يسبب (Y).

فبالنسبة لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار يظهر الجدول رقم (9) العلاقات السببية بين متغيرات النموذج واتجاهاتها سواء أحادية أو ثنائية الاتجاه، ويظهر اختبار السببية أن العلاقة ما بين المتغيرين(I وGTV) علاقة سببية في اتجاه واحد من I باتجاه GTV ويؤثر فيه على مستوى يقل عن 1%، كما أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد أيضا بين المتغيرين (I وIRD) على مستوى 5%

تسير من IRD باتجاه I، أيضاً أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد أيضا بين المتغيرين (GTV وIRD) على مستوى 5% تسير من IRD باتجاه GTV.

الجدول رقم (9)

اختبار السببية لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار

Null Hypothesis	F-Statistic	Probability	Result
GTV does not Granger Cause I	0.01334	0.90889	Reject
I does not Granger Cause GTV	19.1593	0.00015	Accept
IRD does not Granger Cause I	6.20037	0.01898	Accept
I does not Granger Cause IRD	0.09342	0.76213	Reject
IRD does not Granger Cause GTV	7.32051	0.01147	Accept
GTV does not Granger Cause IRD	0.04399	0.83538	Reject

أما نموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار فيظهر الجدول رقم (10) العلاقات السببية بين متغيرات النموذج واتجاهاتها، ويظهر اختبار السببية أن العلاقة ما بين المتغيرين(FINS وI) علاقة سببية في اتجاه واحد من FINS باتجاه I ويؤثر فيه على مستوى يقل عن 5%، كما يظهر عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين (I وINDS)، أيضاً أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد أيضا بين المتغيرين (I وSERVS) على مستوى يقل عن 5% تسير من SERVS باتجاه I.

الجدول رقم (10)

اختبار السببية لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار

Null Hypothesis	F-Statistic	Probability	Result
FINS does not Granger Cause I	4.67254	0.01888	Accept
I does not Granger Cause FINS	0.32962	0.72227	Reject
INDS does not Granger Cause I	0.35869	0.70213	Reject
I does not Granger Cause INDS	20.0328	6.4E-06	Reject
SERVS does not Granger Cause I	5.47042	0.01070	Accept
I does not Granger Cause SERVS	13.7563	9.4E-05	Reject

4. 2. 5 اختبار تحليل مكونات التباين:(Variance Decomposition)

تستخدم أداة تحليل التباين للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير من متغيرات النموذج الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه ومقدار خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الأخرى في نموذج VAR، من أجل التعرف على القدرة التفسيرية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في تفسير أخطاء التباين، وتبرز أهميته أيضا بأن الاختبار يعطي الأهمية النسبية لأثر أي تغير مفاجئ (Shock) في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات في النموذج. وللتأكد من مصداقية نتائج الاختبار يتم عادة اللجوء إلى توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) والذي يتأثر بشكل كبير بترتيب المتغيرات والطريقة التي يدخل بها كل متغير في النموذج، وحتى يتم التأكد بأن النتائج التي تم الحصول عليها غير منحازة، يتم إعادة الاختبار بعد عكس ترتيب المتغيرات (Wei 1990).

وفي نموذج أثر سوق عمان المالي على الاستثمار يقود تحليل مكونات التباين لنمو الاستثمار في الأردن لمعرفة أي من المتغيرات المستقلة ذات القدرة التفسيرية للخطأ في تباين المتغير التابع (الاستثمار في الأردن) كما في الجدول رقم (11). ففي السنة الأولى يفسر الاستثمار في الأردن 100% من التباين في التنبؤ، ولكن بدءاً من الفترة الثانية تنخفض قدرته التفسيرية لتصبح 95% تقريباً فيما يفسر حجم التداول في سوق عمان المالي 0.74 %، ويفسر متغير سعر الفائدة على الودائع 4.2 % تقريباً. ومن الملاحظ أن القدرة التفسيرية لمتغير حجم التداول في سوق عمان المالي بقيت متدنية بشكل عام إذ وصلت إلى 3.89% كأقصى قدرة تفسيرية في الفترة العاشرة فيما وصلت القدرة التفسيرية لمتغير سعر الفائدة على الودائع إلى 47.48% من أخطاء التباين للفترة العاشرة.

وبذلك يمكن القول أن متغير الاستثمار هو المتغير صاحب أكبر قدرة تفسيرية لأخطاء التباين بحوالي 49.62% من بين متغيرات الدراسة يليه متغير سعر الفائدة على الودائع.

الجدول رقم (11)

اختبار مكونات التباين لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار

Variance Decomposition of I:			
Period	I	GTV	IRD
1	100.0000	0.000000	0.000000
2	95.05982	0.739804	4.200376
3	86.91996	1.496162	11.58388
4	78.13721	2.051725	19.81106
5	70.20727	2.412171	27.38056
6	63.68832	2.631250	33.68043
7	58.59271	2.759153	38.64813
8	54.71389	2.831519	42.45459
9	51.80096	2.871098	45.32795
10	49.62806	2.891729	47.48021

وللتأكد من مصداقية النتائج تم إعادة ترتيب متغيرات النموذج وتم الحصول على النتائج التالية لاختبار مكونات التباين كما في الجدول رقم (12) حيث أظهرت النتائج عدم وجود تغييرات كبيرة في النتائج، فقد بقي ترتيب القدرة على التنبؤ للمتغيرات على حاله دون تغيير، وعند تبديل ترتيب المتغيرات اتضح أن متغير سعر الفائدة على الودائع أصبح صاحب القدرة التفسيرية الأكبر لأخطاء التباين في التنبؤ.

الجدول رقم (12)

اختبار مكونات التباين لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار بعد إعادة الترتيب

Variance Decomposition of I:			
Period	I	GTV	IRD
1	100.0000	0.000000	0.000000
2	95.05982	0.228562	4.711618
3	86.91996	0.359005	12.72104
4	78.13721	0.395256	21.46753
5	70.20727	0.386560	29.40617
6	63.68832	0.363317	35.94837
7	58.59271	0.338941	41.06834
8	54.71389	0.318035	44.96807
9	51.80096	0.301493	47.89755
10	49.62806	0.288898	50.08304

أما نموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار يبين تحليل مكونات التباين لنمو الاستثمار في الأردن أي من المتغيرات المستقلة ذات القدرة التفسيرية للخطأ في تباين المتغير التابع (الاستثمار في الأردن) كما في الجدول رقم (13). ففي السنة الأولى يفسر الاستثمار في الأردن 100% من التباين في التنبؤ، ولكن بدءاً من الفترة الثانية تنخفض قدرته التفسيرية لتصبح 64% تقريباً فيما يفسر متغير القطاع المالي 2.86 %، ويفسر متغير القطاع الصناعي 28.2 % تقريباً. ومن الملاحظ أن القدرة التفسيرية لمتغير القطاع المالي كانت متزايدة بشكل عام إذ وصلت إلى 59.91% كأقصى قدرة تفسيرية في الفترة العاشرة فيما وصلت القدرة التفسيرية لمتغير القطاع الصناعي إلى 12.82% من أخطاء التباين للفترة العاشرة، أيضا وصلت القدرة التفسيرية لمتغير قطاع الخدمات في السنة العاشرة إلى 0.81%.

الجدول رقم (13)

اختبار مكونات التباين لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار

Variance Decomposition of I:				
Period	I	FINS	INDS	SERVS
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	64.13190	2.856348	28.17777	4.833978
3	57.33899	18.24429	22.20714	2.209572
4	48.38897	30.73945	19.38899	1.482593
5	33.68741	51.42354	13.88094	1.008113
6	30.42987	57.24100	11.45490	0.874236
7	29.34658	59.22361	10.60498	0.824831
8	28.08361	60.73314	10.40098	0.782265
9	27.04761	60.92602	11.23450	0.791870
10	26.45101	59.91215	12.82011	0.816728

وللتأكد من مصداقية النتائج تم إعادة ترتيب متغيرات النموذج وتم الحصول على النتائج التالية لاختبار مكونات التباين كما في الجدول رقـم (14) حيـث أظهـرت النتائج عدم وجود تغييرات كبيرة في النتائج، فقد بقي ترتيب القـدرة علـى التنبـؤ للمتغيرات على حاله دون تغيير، وعند تبديل ترتيب المتغيرات اتـضح أن متغيـر سعر الفائدة على الودائع أصبح صاحب القدرة التفسيرية الأكبر لأخطاء التباين فـي التنبؤ.

الجدول رقم (14)

اختبار مكونات التباين لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار بعد إعادة الترتيب

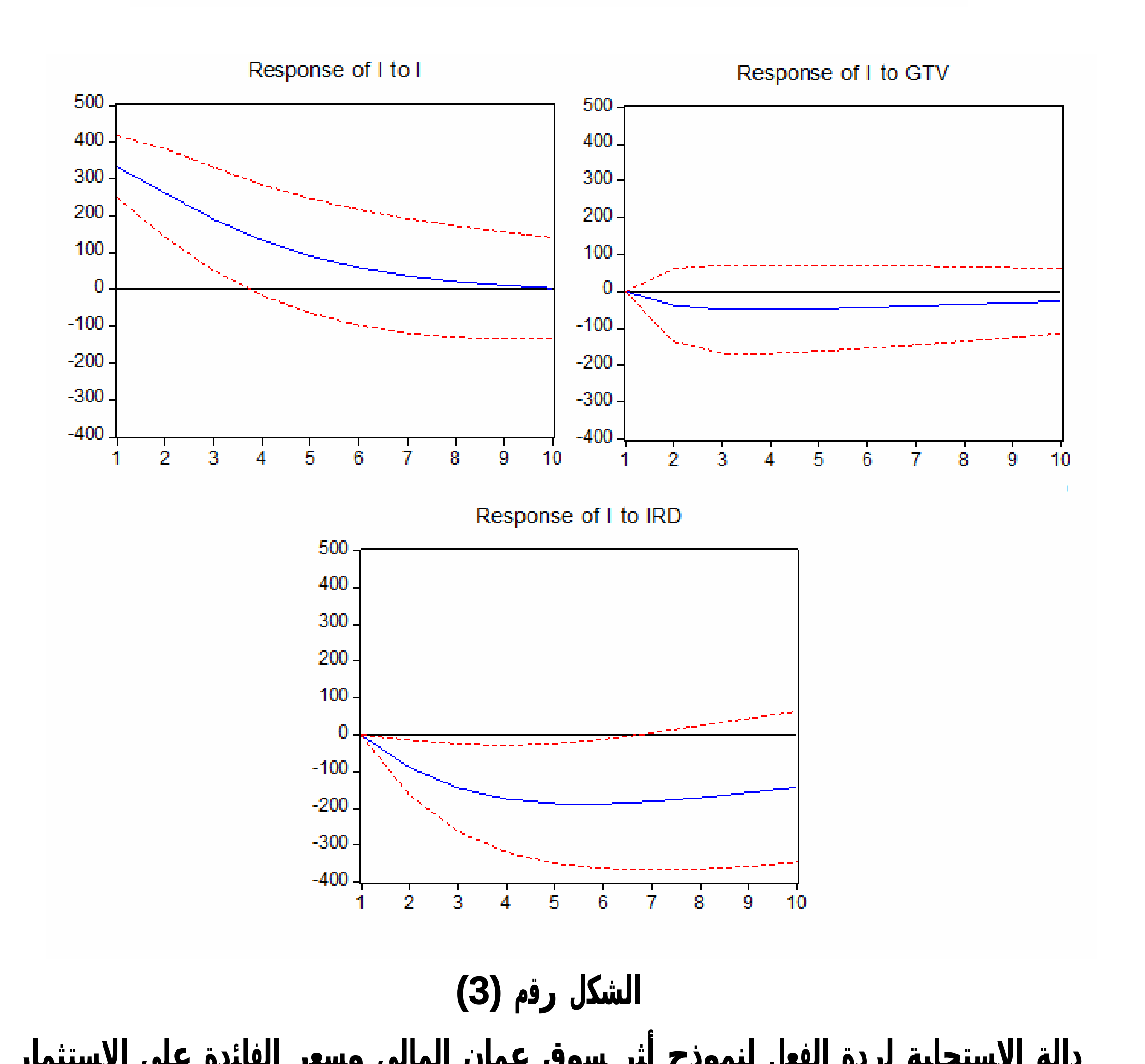
Variance Decomposition of I:				
Period	I	FINS	INDS	SERVS
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	64.13190	5.533876	0.058647	30.27558
3	57.33899	22.52793	0.319526	19.81355
4	48.38897	35.59320	0.459117	15.55870
5	33.68741	56.08580	0.301966	9.924830
6	30.42987	61.41156	0.239503	7.919069
7	29.34658	62.96216	0.245816	7.445449
8	28.08361	63.92776	0.263514	7.725120
9	27.04761	63.57916	0.291499	9.081729
10	26.45101	62.25760	0.356515	10.93487

6.2.4 اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function Test)

يعنى الاختبار بتتبع المسار الزمني للتغيرات المفاجئة والصدمات التي يمكن أن تتعرض لها متغيرات النموذج في حدود الخطأ للمتغيرات، مقدارها انحراف معياري واحد، لأحد المتغيرات على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج، كما تعكس أيضا كيفية استجابة المتغيرات المختلفة في النموذج لأي تغير مفاجئ في أي متغير من متغيرات نموذج الدراسة مع مرور الزمن.

وقد أظهر اختبار الاستجابة لردة الفعل لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار كما في الشكل رقم (3) أنه في حال حدوث صدمة في متغير حجم التداول في سوق عمان المالي فإن ذلك لن يكون له أثر ذو دلالة إحصائية على الاستثمار.

من ناحية أخرى أظهر اختبار الاستجابة لردة أنه عند حدوث صدمة في متغير سعر الفائدة على الودائع فإنه يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة ست فترات كما أن الصدمة في متغير سعر الفائدة على الودائع سوف يكون لها أثر سلبي على الاستثمار.



الشكل رقم (3)

دالة الاستجابة لردة الفعل لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الاستثمار

أما في نموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي فقد أظهر اختبار الاستجابة لردة الفعل كما في الشكل رقم (4) أنه في حال حدوث صدمة في أي متغير من المتغيرات المستقلة فإن ذلك له أثر ذو دلالة إحصائية على الاستثمار ولكن على فترات مختلفة فقد أظهر اختبار الاستجابة لردة أنه عند حدوث صدمة في متغير القطاع المالي فإنه يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة خمس فترات كما أن الصدمة في متغير القطاع المالي سوف يكون لها أثر ايجابي على الاستثمار.

أيضاً أنه عند حدوث صدمة في متغير القطاع الصناعي فإنه يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة ثلاث فترات كما أن الصدمة في متغير القطاع الصناعي سوف يكون لها أثر ايجابي على الاستثمار.

أما بالنسبة لمتغير قطاع الخدمات فأنه عند حدوث صدمة فيه فإن ذلك يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة فترتين كما أن الصدمة في متغير قطاع الخدمات سوف يكون لها أثر ايجابي على الاستثمار.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

Response of I to I

Response of I to FINS

Response of I to INDS

Response of I to SERVS

الشكل رقم (4)

دالة الاستجابة لردة الفعل لنموذج

أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار

4.4 النتائج

1. أظهرت نتائج التحليل الوصفي أنه رغم تأثر سوق عمان المالي بالصدمات الداخلية والخارجية، السياسية والاقتصادية التي مر بها الأردن، إلا أن السوق المالي شهد تطورا كبيراً، حيث ازداد مؤشر الرقم القياسي للسوق المالي من (757.5) نقطة عام (1980) إلى (4648.4) نقطة عام (2011)، كما ارتفع

حجم التداول من (41.43) مليون دينار أردني عام (1980) إلى (11.423) مليار دينار عام (2011)

2. أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة اختلاف استقرارية متغيرات الدراسة، حيث استقرت المتغيرات (حجم التداول لسوق عمان المالي، ، القطاع الصناعي، قطاع الخدمات) على مستواها الأصلي، بينما استقر المتغيرين (الاستثمار والقطاع المالي وسعر الفائدة على الودائع) على الفرق الأول، حيث كانت القيمة المحسوبة (المطلقة) أكبر من الحرجة،
3. أيضاً أظهرت نتائج اختبار كوزوم للإستقرارية أن معالم نموذجي الدراسة مستقرة ولا تعاني من تغيرات هيكلية تؤدي لحدوث تغيرات أو قفزات مفاجئة في النموذج القياسي.
4. وأظهرت نتائج اختبار السببية لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الودائع على الاستثمار وجود علاقة سببية ما بين المتغيرين(الاستثمار وسوق عمان المالي) تتجه من الاستثمار إلى سوق عمان المالي، كما أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد أيضا بين المتغيرين (الاستثمار وسعر الفائدة على الودائع) تسير من سعر الفائدة على الودائع باتجاه الاستثمار.

كما أظهرت نتائج اختبار السببية لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار وجود علاقة سببية أحادية الجانب بين المتغيرين(الاستثمار والقطاع المالي) تتجه من القطاع المالي إلى الاستثمار، كذلك أظهرت وجود علاقة سببية أحادية الجانب بين المتغيرين (الاستثمار وقطاع الخدمات) تسير من قطاع الخدمات باتجاه الاستثمار، بينما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين (الاستثمار والقطاع الصناعي).

5. بينت نتائج تحليل مكونات التباين لنموذج أثر سوق عمان المالي وسعر الفائدة على الودائع على الاستثمار أن متغير الاستثمار هو المتغير صاحب أكبر قدرة تفسيرية لأخطاء التباين من بين متغيرات النموذج بحوالي (49.62%) يليه متغير سعر الفائدة على الودائع ثم متغير سوق عمان المالي، وللتأكد من مصداقية الاختبار تم إعادة ترتيب المتغيرات حيث أظهرت تقارباً كبيراً في

النتائج فقد بقي ترتيب القدرة على التنبؤ للمتغيرات على حاله دون تغيير وبالتالي يمكن الاعتماد على نتائج التحليل.

أيضاً فقد بينت نتائج تحليل مكونات التباين لنموذج أثر القطاعات في سوق عمان المالي على الاستثمار أن متغير القطاع المالي هو المتغير صاحب أكبر قدرة تفسيرية لأخطاء التباين من بين متغيرات النموذج بحوالي (59.91%) يليه متغير الاستثمار ثم متغير القطاع الصناعي وأخيراً متغير قطاع الخدمات، وللتأكد من مصداقية الاختبار تم إعادة ترتيب المتغيرات حيث أظهرت تقارباً كبيراً في النتائج فقد بقي ترتيب القدرة على التنبؤ للمتغيرات على حاله دون تغيير وبالتالي يمكن الاعتماد على نتائج التحليل.

6. أظهرت نتائج اختبار الاستجابة لردة الفعل أنه في حال حدوث صدمة في متغير حجم التداول في سوق عمان المالي فإن ذلك لن يكون له أثر ذو دلالة إحصائية على الاستثمار، ومن ناحية أخرى أظهر اختبار الاستجابة لردة أنه عند حدوث صدمة في متغير سعر الفائدة على الودائع فإنه يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة ست فترات كما أن الصدمة في متغير سعر الفائدة على الودائع سوف يكون لها أثر سلبي على الاستثمار.

وأظهرت نتائج اختبار الاستجابة لردة الفعل أنه في حال حدوث صدمة في متغير القطاع المالي فإن ذلك يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة خمس فترات كما أن الصدمة في متغير القطاع المالي سوف يكون لها أثر إيجابي على الاستثمار، كما تبين أنه في حال حدوث صدمة في متغير القطاع الصناعي فإن ذلك يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة ثلاث فترات كما أن الصدمة في متغير القطاع الصناعي سوف يكون لها أثر إيجابي على الاستثمار، أيضاً أظهرت النتائج أنه في حال حدوث صدمة في متغير قطاع الخدمات فإن ذلك يؤدي لحدوث صدمة في الاستثمار تستمر لمدة فترتين كما أن الصدمة في متغير قطاع الخدمات سوف يكون لها أثر إيجابي على الاستثمار.

5.4 التوصيات

1. خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة مما يجعل سوق عمان المالي أكثر تأثيراً على مستوى الدولة.
2. تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في سوق عمان المالي وتطبيق أحدث المعايير العالمية.
3. نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
4. العمل على نشر ثقافة التعامل في سوق الأوراق المالية، ونشر الوعي الاستثماري لدى المدخرين والمتعاملين في البنوك، مع التركيز على العاملين الأردنيين في الخارج مما يعمل على رفع مؤشرات السوق المالي.
5. تشجيع الحكومة المستثمرين للاستثمار في القطاع الصناعي، لما له من دور مؤثر وفاعل في الاقتصاد الأردني، حتى يجاري النمو في القطاعات الأخرى كقطاع الخدمات.
6. تطوير عملية التداول الإلكتروني لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من دخول السوق، وتخفيض تكلفة الإصدار، بالإضافة إلى تفعيل التداول في سوق السندات الذي يعاني من ضعف مقارنة بسوق الأسهم، وذلك بإعادة النظر في القوانين التي تلزم الشركات بضمان السندات قبل قيامها بإجراءات الإصدار، وبقيمة السندات المصدرة بالنسبة إلى قيمة رأسمال الشركة.
7. العمل على تشجيع استقطاب الاستثمار الأجنبي، لما تجلبه معها من رؤوس أموال مفيدة للاقتصاد الأردني، ومن تكنولوجيا متطورة.
8. إتباع سياسات ضريبية تحفز الاستثمار الأجنبي في الأردن، وإتباع سياسة اقتصادية تعزز من حجم التسهيلات الائتمانية التي تقدم للقطاع الخاص لما له من أثر ايجابي مباشر على الاستثمار في الأردن وأثر غير مباشر على تحفيز نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأردن.

المراجع

أ- **المراجع باللغة العربية**

أبو الفتوح، يحيى،(2005)، تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية فـي أداء صـناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الناشئة في مصر، **دورية الإدارة العامة**، المجلد45 ، العدد4 ، ص23 مصر.

أبو غزالة، رمزي فؤاد، (1991)، **أثر مؤسسات الوساطة المالية علـى النمـو الاقتصادي الأردن حالة تطبيقية للفترة (1968-1988)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

آل شبيب، دريد كامل، (2009) **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليـازوري، عمان، الأردن.

أندراوس، عاطف وليم،(2005) ، **السياسة الماليـة وأسـواق الأوراق الماليـة**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

بني هاني، حسين، (2002)، **الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة**، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان،الأردن.

التميمي، ارشد فؤاد، وسلام، أسامة عزمي،(2004)، **الاستثمار بالأوراق الماليـة تحليل وإدارة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

التهامي، عبد المنعم أحمد، (1992). **أساسيات في الاستثمار**، مكتبة عين شـمس، القاهرة.

الثامر، محمد (2007) "**مفهوم أسواق الأوراق المالية. . قلب الاقتصاد**" تقرير منشور في موقع صحيفة القبس بتاريخ 27/ 2007/7. (www.alqabas.com.kw/node/333333)

الجمل، جمال،(2002)، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى.

الجندي، خزامى، (2010)، الاستثمار في الجمهورية العربية السورية، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والثانوية**، مجلد (1)، العـدد الثـاني، دمـشق، الجمهورية العربية السورية، ص22-28.

حردان، طاهر حيدر، (1997)، **مبادئ الاستثمارات**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

حريوش، حسني وأرشيد، عبد المعطى،(1996). **الاستثمار والتمويل بين النظريـة والتطبيق**، جامعة العلوم التطبيقية، الأردن.

الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم، (2002)، **بورصة الأوراق الماليـة بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

خضر، حسان، (2004) "**تعريف أسواق الأوراق المالية**" دراسة منـشورة علـى موقع المعهد العربي للتخطيط-الكويت (www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop_bridge27.pdf).

الخطيب، فوزي، الشرع، منذر، (1994)، سوق عمان لـلأوراق الماليـة ومـدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية، دراسة قياسية، **مجلة أبحاث اليرموك**، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، المجلد 10، العدد 3، إربـد، الأردن.

الداغر، محمود محمد، (2007)، **الأسواق المالية، أسواق، مؤسسات، بورصـات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

رزاق، وشاح. (2009)، **دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الإسلامية، فلسطين.

الرواشدة، محمد، (1999)، **السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها علـى عوائـد الأسهم: دراسة تحليلية على سوق عمان المالي (1990-1999)** رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

الزعبي، بشير خليفة، (2000)، تأثير العوامل الاقتصادية الكمية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة(1978-1998)، **دراسات**

العلوم لإداريـة، المجلد 27، العدد 2، ص 321-330، الجامعة الأردنية، الأردن.

الزيدانين، جميل سالم، (1999)، **أساسيات في الجهاز المالي**، دار وائل للطباعـة والنشر، ط1، عمان، الأردن.

الزيدي، إياد،(2009)، **دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي**، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك.

سوق عمان المالي، **تقارير** (1988، 1989).

الشبلي، محمد، الشبلي، طارق، (2000) ، **مقدمة في الأسواق المالية والنقديـة**، دائرة المكتبة الوطنية، عمان.

شراطي، نسيمة عمران، (2011)، **أثر السياسة النقدية على نشاط سـوق الأوراق المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن.

شرف، سمير، وشعبان، إسماعيل، واسبر، هدى. (2009)، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، **مجلة جامعة تـشرين للبحـوث والدراسات العلمية**، المجلد(31)، العدد (1)، ص30-35.

الشمري، ناظم محمد، والبياتي، طاهر فاضل، وصيام، أحمـد زكريـا، (1999)، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، الطبعة الأولى، الأردن.

شموط، مروان، كنجو، عبود،(2008)، **أسس الاستثمار**، الشركة العربية المتحـدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر.

صحراوي، جميلة يحيى، (2011)، **أثر تطور السوق المالي والجهـاز المـصرفي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الأردن**، رسالة ماجستير غير منـشورة، جامعة مؤتة، الأردن.

الطاهر، عبد ا ،وخليل، موفق علي، (2004)، **النقـود والبنـوك والمؤسـسات المالية**، مركز يزيد للنشر، الكرك، الأردن.

عبد الحميد، عبد المطلب،(2010) **مبادئ وأساسيات الاستثمار**، الـدار الجامعيـة، الإسكندرية، ط1.

عبد السلام، رضا. (2007)، **محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة**، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر.

عطية، عبدالقادر محمد. (2005)، **الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

علاونه، عاطف. (2008)، **الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية**، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، سوريا.

علي، عبد المنعم السيد، والعيسى، نزار سعد الدين، (2004)، **النقود والمصارف والسواق المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

علي، علي. (2004)، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، **سلسلة جسر التنمية**، المعهد العربي للتخطيط، العدد 31.

قصراوي، قصي،(2008)،" **أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1978-2007)**" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

كافي، مصطفى يوسف، (2009)، **بورصة الأوراق المالية**، دار مؤسسة رسلان، دمشق، سوريا.

لطرش، سميرة،(2010)، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، الجزائر.

مباركي، سامي. (2004)، **فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات (دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة لخضر، الجزائر.

المدادحة، ربا خالد، (2012)، **مدى فعالية الاستثمارات على النشاط الاقتصادي في الأردن خلال الفترة(1980-2010) باستخدام تحليل السلاسل الزمنية**، رسالة ماجستير غير منشورة جامعة مؤتة، الأردن.

الموسوي، ضياء مجيد، (2003)، **البورصات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

النجار، فريد، (1999)، **البورصات والهندسة المالية**، مؤسسة شـباب الجامعـة، الإسكندرية، مصر.

هندي، منير إبراهيم (2002)، **الأوراق الماليـة وأسـواق رأس المـال**، منـشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

هيئة الأوراق المالية، **تقارير** (2006، 2007، 2008، 2009، 2010، 2011).

ب- المراجع الأجنبية

Abu Al-Haija, Adnan F. (2008), The Impact of Financial Development on Domestic Investment: Applied to Jordanian Economy during the Period (1978-2004), **Dirasat,** Administrative Sciences, university of Jordan, Amman, Jordan, vol. 35, no.1.

Adenuga,o, Ade. (2011), Stock Market Development And Economic Growth In Nigeria, **Journal of Monetary and Economic Integration**, Central Bank of Nigeria, Nigeria..

Beck, T., and Levine, R. (2004), "Stock Markets, Banks, and Growth", **journal of Banking & Finance**, 28, PP. 423–442.

Bendini, Cristina, and Roco Masconi,(2000)."**New Tools for the Dynamic Analysis of Contegrated VAR Models**". Available on : www.ecopro.polimi.it/home/Rocco.

Bolbol, Ali, & Omran, Mohammed, (2004), **Arab Stock Markets and Capital Investment,** Economic Policy Institute, Abu Dhabi, Arab united emirate.

Christopher, Polk & Paola Sapienza, **The Stock Market and corporate Investment**, Oxford University, uk

Demirguc-Kunt, A., and Levine, R. (1996), "Stock Market Development and Financial Intermediaries", **the World Bank Economic Review**, Vol. 10, NO. 2.

Engle , Robert F. ; Granger , C. W. J. (1987) **, Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing ,** Econometrics, Vol. 55, No. 2., pp. 251-276.

Ezeoha, Abel, Ebele Ogamba and Ndi Okereke Onyiuke. (2009), **STOCK MARKET DEVELOPMENT AND PRIVATE INVESTMENT GROWTH IN NIGERIA**, Clarion University of Pennsylvania, vol. 11, no.2.

Fama, Eugene F, (1970), **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, Blackwell Publishing for the American Finance Association, Vol. 25, No. 2.

Greene, William. H (2003)." **Econometric Analysis" Fifth edition.**

Gujarati , D. N., Porter, D. C. (2009), **Basic Econometrics** ,The McGraw-Hill , International Edition , 5th edition.

Hearth.d and j.k.zaima, **contemporaryinvestment, security and portfolio analysis**, Dryden, new York,1998.

Henry, Peter Blair,(1999), Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?, **Journal of Financial Economics**, stanford university, Stanford, CA.

Koop ,G. (2005) , **Analysis Of Economic Data** , 2nd edition , John Wiley & Sons , Ltd.

Levine, R., and Zervos, S. (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth", **the World Bank Economic Review**, Vol. 10, No.2.

Nieuwerburgh, S.V., Buelens, F., and Cuyvers, L. (2006), "Stock Market Development and Economic Growth in Belgium", **Explorations in Economic History**, 43, PP. 13–38.

Rousseau, P.L., and Xiao, S. (2007), "Banks, Stock Markets, and China's ‘Great Leap Forward", **Emerging Markets Review**, 8, PP. 206–217.

Shewhart and Samuels Wilks, (2004)." **Applied Econometric Time Series"**. 2ND edition.

Singh, A. (1997), "Financial Liberalization, Stock Markets, and Economic Development", **Economic Journal**, vol. 107.

Wei, William W.S. (1990). " **Time Series Analysis: Univeriate and Multivariate Methods"**. Addison Wesley Publishing, 3rd ed, Inc. New York, USA.

Xiao, feng (2004), **The Role of the Stock Market in Influencing Firm Investment in China**. California State University at Fullerton, usa.